

TARTU ÜLIKOOL  
Majandusteaduskond  
Ettevõtte majanduse instituut

Jürgen Kaevats

**ANALÜÜTIKUTE SOOVITUSI JÄRGIVATE  
INVESTEERIMISSTRATEEGIADE  
KASUMLIKKUS EESTIS TEGUTSEVATE  
ANALÜÜTIKUTE NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: dotsent Priit Sander

Tartu 2013

Soovitan suunata kaitsmisele .....

(juhendaja allkiri)

Kaitsmisele lubatud " "..... 2013. a.

.....

(õppetooli juhataja nimi ja allkiri)

Olen koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

.....

(töö autori allkiri)

# SISUKORD

Sissejuhatus .....	4
1. Prognoosimist mõjutavad teoreetilised käsitlused ja varasemad uurimused.....	7
1.1. Efektiivse turu hüpotees.....	7
1.2. Prognoosimisega kaasnevad probleemid .....	11
1.3. Portfelli aktiivse juhtimisega kaasnevad positiivsed ja negatiivsed efektid .....	14
1.4. Hinnasihi mõju analüütikute aktsiasoovitusele .....	16
1.5. Varasemad uurimused analüütikute prognoosimisvõime ja konsensushinnangu kohta .....	18
2. Analüütikute aktsiasoovitustel baseeruvate investeerimisstrateegiate kasumlikkuse analüüs .....	23
2.1. Analüüsijade tutvustus .....	23
2.1.1. LHV Pank .....	23
2.1.2. SEB Enskilda .....	24
2.1.3. Swedbank.....	25
2.2. Andmeallikad ja vajalikud eeldused.....	25
2.3. Aktsiareitingute järgimine .....	30
2.4. Sihianalüüs ja konsensushinnangud .....	36
Kokkuvõte .....	44
Viidatud allikad .....	48
Lisad.....	52
LISA 1. Aprangale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	52
LISA 2. Arco Varale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	53

LISA 3. Baltikale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	54
LISA 4. City Service'ile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	55
LISA 5. Harju Elektrile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	55
LISA 6. Ekspress Grupile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	56
LISA 7. Grindeksile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	57
LISA 8. Linas Agrole antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	57
LISA 9. Merkole antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	58
LISA 10. Nordeconile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	59
LISA 11. Olainfarmile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	60
LISA 12. Olympicule antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	61
LISA 13. Pieno Svaigzdesile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	62
LISA 14. Premia Foodsile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	62
LISA 15. Sanitasele antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	63
LISA 16. Siauliu Bankasele antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	63
LISA 17. Silvanole antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	64
LISA 18. Tallinikile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	65
LISA 19. Tallinna Kaubamajale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	66
LISA 20. Tallinna Vesi-le antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	67
LISA 21. TEO LT-le antud hinnasihtide ja reitingute muudatused. ....	68
Summary .....	69

## SISSEJUHATUS

Ennustamine ja prognoosimine moodustavad võrdlemisi olulise osa meie igapäevaelust. Vahel üritavad inimesed ennustada lihtsalt enda meelelahutuseks, vahel on õige ennustus aga elu ja surma küsimus. Igapäevases majanduses kujutab ennustus endast potentsiaalset kiitust ja karistust reaalsete rahaliste kasumite ja kahjumite näol. Kuna väärtpaberiturgudel liiguvad vägagi suured summad, siis on heade prognooside tegemine ja järgimine investoritele suure väärtusega ning samal põhjusel on antud valdkond läbi aegade paljudele tarkadele inimestele mitmeid küsimusi ja peavalu valmistanud. Oskuslik käitumine võib investorile kaasa tuua märkimisväärsed kasumeid, kuid valed lähenemised võivad viia pankrotti.

Praegusel ajal on aina rohkem ja rohkem informatsiooni ringlemas ning iga väiksemgi uudis, mis puudutab börsiettevõtteid, jõuab sellest huvitatud investorite ja kauplejateni vaid mõne sekundiga. Tänu televisioonile ja internetile on võimalik seda informatsiooni jagada rohkematele investoritele, kui seda on kunagi varem saadud teha. Nii suure informatsiooni sisenemine investori igapäevastesse otsustesse on aga paradoksaalselt investori tegevust oluliselt keerulisemaks muutnud. Lisaks informatsiooni saamisele tuleb aina enam pingutada, et mõista informatsiooni olulisust ja võimalikku mõju turgudele. Samal ajal ollakse aga ka suure ajalise surve all, sest informatsioon kaotab oma väärtust väga kiiresti. Sellises olukorras pöörduvad turuosalised oma otsuste tegemisel spetsialistide poole. Et analüütikute näol on eeldatavasti tegu inimestega, kes peaksid olema ettevõtte tegemistest ja olukorrast informeeritumad ja teadlikumad, siis kiputakse analüütikuid pimesi usaldama. Samas peaksid aga investorid esmalt mõistma, kas selline lähenemine ettevõtte aktsiatesse investeerimisel on pikaajaliselt üldse kasumlik või viib selline tegevus suurte kahjumiteni.

Seega on vajalik uurida, kui usaldusväärsed on analüütikute soovitusel ning kui oluliseks võib nende poolt pakutavat uudset informatsiooni üldse pidada.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärgiks on välja selgitada, kas Balti börsidel tegutsevate analüütikute poolt pakutava informatsiooni põhjal on võimalik luua investeerimisstrateegia, millega on võimalik Balti börsidel kasumeid teenida. Antud töö põhjal on Balti börsidel tegutseval investoril võimalik paremini mõista, milliseid informatsioonikanaleid on kasulik oma tegevuse parandamiseks ja tootlikkuse kasvatamiseks kasutada. Samal ajal on võimalik tulevikus vältida võimalikku liigset ja ebaolulist informatsiooni.

Töö eesmärgi täitmiseks on autor püstitanud endale järgmised uurimisülesanded:

- töötada läbi laialt levinud seisukohad turgude efektiivsuse kohta;
- tuua välja prognoosimisega kaasnevad probleemid ja investeerimispanganduse toimimisega kaasas käivad võimalikud huvidekonfliktid;
- kirjeldada sarnastel teemadel varasemalt kirjutatud teadustöö tulemusi;
- tutvustada jälgitavaid analüüsimajasid ja selgitada erinevate vaatluse all olevate investeerimisstrateegiate reegleid ja põhjendusi reeglite taga;
- viia läbi empiiriline uuring ning hinnata analüüsimajade poolt pakutava informatsiooni põhjal tehtud investeerimisstrateegiaid.

Peamised andmeallikad, millel antud bakalaureusetöö põhineb on võõrkeelsed, kuna inglise keel on finantsmaailmas ja sellealases kirjanduses selgelt kõige levinum. Samuti on enamus antud teemal tehtud uurimusi kirjutatud teiste riikide autorite poolt. Peamisteks materjalideks on varasemad teadusartiklid ja teemakohased raamatud. Seejuures on töö kirjutamiseks kasutatud vanuseliselt väga erinevaid allikaid. Osalt on kasutatud võrdlemisi vanu allikaid, sest on tahetud välja tuua efektiivse turu hüpoteesi kohta kirjutatud algmaterjalid. Samuti leidub rohkelt uut kirjandust, et töö oleks päevakajaline ning arvestaks hiljutiste arengutega finantsmaailma kohta tehtud uuringutes.

Käesolev töö on jaotatud kahte suuremasse ossa. Esimeses osas keskendutakse klassikalise efektiivse turu teooria uurimisele, mis annab parema ülevaate prognoosimise üleüldisest võimalikkusest ja tekitab pinnase mõistmaks, millised investeerimisstrateegiad peaksid aktsiate ostmisel ja müümisel olema suutelised

kasumeid teenima. Samuti tuuakse välja soovitude andmisega kaasnevad võimalikud probleemid ja eelised, millega tuleks kindlasti arvestada. Et paremini mõista käesoleva Eestis tehtud uuringu tulemusi toob autor võrdluseks tulemused varasemate uurimuste kohta mujalt maailmast.

Bakalaureusetöö teine osa on suunatud empiirilisele uurimusele ja saadud tulemuste analüüsimisele. Selle käigus antakse lugejale ülevaade andmete kogumise metoodikast ja uurimuse protsessist. Samuti antakse põhjalik ülevaade vaatluse all olevatest analüüsijadest, et paremini mõista nende tegevust ja huvisid. Empiirilises osas võtab autor võrdlemisi pragmaatilise lähenemise, mille põhjal uurib, kas analüüsijade poolt pakutavate analüüside põhjal koostatud investeerimisstrateegiad suudavad investoritele tagada suuremaid kasumeid, kui lihtne “osta ja hoia” strateegia, mille puhul ei ole mingisugust analüüsi eraldi vaja teha. Samuti toob autor välja suundasid antud teemas, mida tulevikus edasi uurida.

# 1. PROGNOOSIMIST MÕJUTAVAD TEOREETILISED KÄSITLUSED JA VARASEMAD UURIMUSED

## 1.1. Efektiivse turu hüpotees

Eugene Fama poolt sõnastatud efektiivse turu hüpotees (ETH) on üks enim diskussiooni tekitanud teooriaid majandusteaduses. Kuigi Fama tuli antud teooriaga välja juba üle 40 aasta tagasi, leiab ETH endiselt väga palju vastukaja ning on teoreetiliseks aluspõhjaks paljudele edasistele rakendustele finantsvarade hindamisel.

Eugene Fama esitles oma efektiivse turu hüpoteesi teooriat 1964. aastal kaitses doktoritöös Chicago Ülikoolis. Esmalt defineeris Eugene Fama efektiivset turgu kui turgu, kus väärtpaberi hind on igal ajahetkel enda sisemise väärtuse hea hinnang (Fama 1965 a,b). Hilisema definitsioonina on ta välja pakkunud versiooni, et vara hind kajastab efektiivsel turul täielikult kogu kättesaadavat informatsiooni (Fama 1970: 414). Mõned autorid on seadnud tingimuse, et hinnad peavad täpselt järgima ja kajastama fundamentaalset informatsiooni, selleks, et neid võiks pidada efektiivseteks. Efektiivsuse testimise puhul vaadeldakse sel juhul pigem kui kiiresti informatsioon hinnas kajastub, mitte kui õigesti see on hindadesse kajastunud. (Equity and... 2008: 95).

Eugene Fama klassikalise lähenemise järgi on informatsiooni hinnas kajastumise kiirusest olulisemaks informatsiooni efektiivsus mingi konkreetse infokogumi suhtes. Selle järgi, mis tüüpi informatsiooni hind endas kajastab on Fama 1970. aastast jaganud turud omakorda kas nõrgalt, keskmiselt või tugevalt efektiivseteks (Fama 1970: 414). Nõrgalt efektiivsete turgude korral eeldatakse, et praegused väärtpaberite hinnad hõlmavad kogu väärtpaberi turuinformatsiooni (kaasa arvatud mineviku liikumise) ning ajalooliste liikumistega tegelev tehniline analüüs tulemusi ei anna. Pooltugeva turuvormi korral eeldatakse, et aktsiahinnad sisaldavad kogu avalikku informatsiooni, mis tähendab, et avalikkusele hetkel veel teadmata informatsiooni põhjal on võimalik



kasumeid teenida. Tugev turuvorm eeldab, et aktsiahindades kajastub juba kogu avalik ja mitteavalik informatsioon, mis muudab võimatuks igasugune pikaajalise turukeskmistest parema tootluse teenimise. (Equity and... 2008: 63-64)

Nõrgalt efektiivse turu olemasolu testimiseks võib ette kujutada järgnevat situatsiooni, kus pärast uudse informatsiooni avalikustamist teeks hinnamuutust näinud investor üks või kaks päeva pärast informatsiooni avaldamist ostutehingu. Kui uudise kajastumiseks hinnas kuluks reaalselt näiteks nädal aega, siis oleks investoril võimalik sellise tegutsemisega kasumit teenida. Tuleks ainult soetada aktsiaid olukorras, kus hind on hakanud ajaloolistelt tasemetelt tõusma. Empiiriliste uuringute põhjal on enamasti jõutud aga järeldusteni, et antud strateegia kasumiteni ei vii. Kui tuleviku kasumeid ei ole aga võimalik mineviku kasumite põhjal ennustada, siis järelikult kajastub uus informatsioon aktsia hinnas piisavalt kiiresti. Seega kui investor näeb aktsia hinna liikumisest, et ettevõttes on toimunud fundamentaalne muutus, siis on fundamentaalne muutus juba hinda sisse arvestatud. Säärane tulemus tõestab omakorda, et paljud turud on vähemalt nõrgalt efektiivsed. (Elton, Gruber 1995: 403)

Keskmiselt efektiivse turu testimisel käsitletakse olukorda, kus investor usaldab uut informatsiooni täielikult ja ostab aktsiaid ennetades hinnatõusu. Keskmiselt efektiivse turu test uurib sisuliselt, kas sellise tegevusega oleks võimalik kasumit teenida. Pooltugeva turuvormi korral eeldatakse, et investorid, kes tahavad osta ja müüa aktsiaid, teavad uut informatsiooni ja hindavad sellest tulenevalt aktsia väärtuse ümber. Ümberhindamine viib omakorda uute hinnatasemeteni. Uus hind ei pruugi olla õiglane hind, kuid ta ei ole ka süstemaatiliselt kõrgem ega madalam õiglasest hinnast. Seega investor, kes soetab aktsia pärast informatsiooni saamist, võib selle osta kallimalt või odavamalt, kui on aktsia õiglane väärtus. Kui keskmise efektiivsusega turg peaks kehtima, siis suure hulga sarnaste tehingute juures teeb investor keskmiselt tehingu õiglase hinnaga ja sellest tulenevalt ei ole võimalik pikas perspektiivis uudiste järgimisega kasumit teenida. (Elton, Gruber 1995: 404)

Tugevalt efektiivse turu puhul usutakse aga, et keegi ei saa teada, kuidas teised turuosalised uudistele käituvad ning seepärast ei ole võimalik uue informatsiooni põhjal kasumit teenida. Tugevalt efektiivse turu seisukohast ei oleks investoril võimalik kasumit teenida isegi olukorras, kus tal oleks ligipääs informatsioonile, mis ei ole

avalikult teada. Sellest tulenevalt võib jääda mulje, et siseinfo kasutamine peaks olema tulutu. Tugevalt efektiivsetele turgudele räägib vastu asjaolu, et on loodud mitmed järelvalve organisatsioonid, et vältida siseinfo kuritarvitamist. Seejuures ei peaks ilmselt üllatama, et tugevalt efektiivseid turge ei peeta praktikas väga realistlikeks. Samal ajal võib aga leida palju tõendust eelpool nimetatud vähem radikaalsete efektiivsuse vormide kohta (Elton, Gruber 1995: 404). Tugeva turuvormi peamiseks funktsiooniks on olla võrdlusaluseks turuefektiivsuse hindamisel (Fama 1970: 415).

Eelnevalt välja toodud jaotusest soovitas Fama oma hilisemates töodes loobuda asendades efektiivse turu testid järgmiselt (Fama 1991: 1576-1577)

- 1) tulumäära ennustatavuse testid (*tests for return predictability*);
- 2) turusündmuste mõju testid (*event studies*);
- 3) mitteavaliku informatsiooni testid (*tests of private information*).

Kuigi uue taksonoomia alusel on turud sisuliselt täpselt samamoodi jaotatud, siis muutuse peamiseks põhjuseks on võimalike vaeleusaamade vältimine. Turgude nõrgalt, keskmiselt ja tugevalt efektiivseks jaotamise puhul jääb paratamatult mulje, et kui tegu on tugevuse skaalaga. Seejuures jääb mulje, et tugevalt efektiivse turu puhul on alati kaetud ka tingimused nõrgalt ja keskmiselt efektiivsete turgude jaoks. Reaalsuses sellist loogikat siiski ei eksisteeri ja väga võimalik on olukord, kus turg on tugevalt efektiivne, kui nõrgalt efektiivne ei ole. Seepärast võis algne nimetuste jaotus olla eksitav.

Nagu eelnevalt nägime on efektiivse turu hüpoteesil tugev mõju ka aktsiate analüüsimisel. Kui näiteks empiirilised uurimused tõendavad, et tulevasi kasumeid on võimatu mineviku kasumite põhjal ennustada, siis avalikul informatsioonil põhinevad investeerimisotsused on sisuliselt kasutud. Seega efektiivse turu testide mõistmine peaks andma ka häid juhtnööre, millised analüüsimeetodid on mõttekad.

Efektiivse turu tekkimise eeldusena esitas Fama situatsiooni, kus suur hulk ratsionaalseid kasumimaksimeerijaid on aktiivses konkurentsivõimelise üksteisega, püüdmaks ära arvata üksikute aktsiate tulevasi turuväärtusi ja kus oluline informatsioon on peaaegu tasuta kättesaadav kõigile turuosalistele (Fama 1965: 56). Taolisel turul eksleksid hinnad juhuslikult ümber oma sisemise väärtuse ning puuduks igasugune

mõtte tehnilisel- ja fundamentaalanalüüsil, kuna kogu uus informatsioon – tegelik või ootused, kajastuks kohe aktsia hinnas (Veskimägi 2006).

Efektiivse turu teooria näeb ette, et kuigi mõned aktsiahinnad võivad investoritele tunduda liiga kõrged ja teised jälle liiga madalad, on see tegelikkuses vaid illusioon. Hindadel, mis võivad tunduda madalad või kõrged, on efektiivse turu teooria kohaselt olemas selleks oma põhjus (Schiller 2005: 177). Põhimõtteliselt tähendab see, et aktsiaturul ei ole investeringute tegemisel vahet, kas inimene on tark või väga rumal, kuna juba kõige targem informatsioon on ammu aktsiahindadesse sisse kandunud. Seega ei ole intelligentsusest või erialase hariduse ja kogemuse omamisest aktsiaturgudel investeringute tegemisel mingisugust eelist ning samamoodi ei tohiks aktsiaturgudel investeringute tegemisel puuduseks olla aktsiaturgudega seotud teadmiste vajakajäämine. (Kukemelk 2010)

Äramainimist väärib kindlasti asjaolu, et efektiivse turu hüpoteesi näol on suuresti tegu siiski teoreetilise käsitlusega ja selle kehtimiseks on Eugene Fama (1970) välja toonud järgnevad tingimused:

- 1) tehingukulud puuduvad;
- 2) informatsioon on tasuta kättesaadav kõigile turuosalistele;
- 3) kõik turuosalistes on informatsioonist tulenevalt samal seisukohal nii hetke kui tulevaste hindade suhtes.

Suurteks efektiivse turu hüpoteesi skeptikuteks on Grossman ja Stiglitz (1980), kes toetusid enda tõestustel suuresti asjaolul, et tugevas vormis saab efektiivse turu hüpotees toimida ainult tasuta informatsiooni korral. Juhul kui informatsioon on tasuline ning hinnad kajastaksid seda täielikult, puuduks investoritel Grossmani ja Stiglitz järgi igasugune mõtte teha lisakulutusi informatsiooni kogumiseks, mis viiks omakorda aga turu kokkukukkumiseni (Kukemelk 2010).

Balti börside puhul on võrdlemisi keeruline öelda kui efektiivsete turgudega on tegu. Sellest tulenevalt tekib küsimus, kas investeerimispankades töötavad analüütikud suudavad investorile pakkuda informatsiooni, mille abil oleks reaalsuses võimalik kasumit teenida. Juhul kui peaks kehtima tugevalt efektiivsed turud, siis ei oleks

analüütikute tegevusest kasu isegi juhul, kui omatakse informatsiooni, mis ei ole avalikkusele veel teada.

## **1.2. Prognoosimisega kaasnevad probleemid**

Igal eluvaldkonnal on oma spetsialistid ja eeskujud, kellel on üldjuhul oma valdkonna kohta sügavad teadmised ja teatavad kogemused. Nii on aktsiaturgudelgi investeerimistegevuse algusest saati alati leidunud inimesi, kes on lisaks enda tehingute teostamisele ka head nõu jaganud. Tänapäeval tuntakse neid analüütikutena, kes oma igapäevase tegevusena jälgivad aktsiaturge ja annavad omapoolseid soovitusi väärtpaberite ostmiseks ja müümiseks. Kui investorid oma otsustes lisainformatsiooni tahavad, siis pöörduakse abi saamiseks tihti just nende analüütikute poole. Paraku on aga informatsiooni kiire liikumine muutnud igasuguse soovitude jagamise väga lihtsaks ja kiireks. Televisiooni ja interneti vahendusel on võimalik olla katkematu uudisvoo tunnistajaks. Kuna järjest enam inimesi tuginevad oma investeerimisotsustes analüütikute ja erinevate spetsialistide nõuannetele, siis on oluline mõista analüüsiprotsessi ja tänapäeva investeerimispangandusega kaasnevaid paratamatuid negatiivseid mõjusid.

Kuna prognoosid jõuavad väga laiale hulgale investoritest, siis on neil aktsiaturgudele ka suur mõju. Positiivsed uudised võivad lühiajaliselt aktsiahinda kiirelt tõsta, ilma et ettevõtte pikaajalised fundamentaalnäitajad sisuliselt muutuksid. Sellise aktsiahinna kõikumise tagajärjel liiguvad ja vahetavad omanikke suured rahasummad. Seepärast mängib analüüsijade prognooside usaldatavuses suurt rolli ka analüütikute võimalik kallutatus. Nimelt võib analüütikul, kes annab aktsiatele “osta” või “müü” soovitusi, olla lisaks objektiivse hinnangu andmisele ka oma huvi mängus. Et analüütikute võimalikke omakasupüüdlikke motiive mõista, tuleb esmalt selgitada, kus tulevad investeerimispanga kasumid.

Investeerimispankadel on traditsionaalselt kolm peamist sissetuleku allikat:

- 1) ettevõtete finantsanalüüs, aktsiate emissioon ja konsultatsioon ühinemistel;
- 2) maaklertegevus;
- 3) kauplemine.

Need kolm sissetulekuallikat võivad aga tekitada huvide konflikte nii pangasiseselt kui ka nende klientidega. Üks probleemide allikas on analüütikute kompensatsioonisüsteem, mille kohaselt saadakse lisatasu uute aktsiaemissiooni lepingute sõlmimisega. Seejuures on analüütikute võime tekitada analüüsidega käivet ja kasumeid alles teisejärguline (Morgenson 1997: 164). On mõistetav, et sellise süsteemi puhul on analüütikutel huvi, et aktsiaemissioonid kulgeksid positiivselt, et kindlustada tulevasi emissioone ning hea koostöö olemasolevate klientidega. Positiivsed emissioonid toetavad omakorda ettevõtte mainet ja võimekust tulevikus kasumeid teenida. (Analyzing Analyst... 2013)

Antud problemaatikat uurides on täheldatud, et analüüsijad, kes annavad ostusoovitusi enda poolt turule toodud ettevõttele, annavad oluliselt kallutatumaid soovitusi, kui neutraalsed analüüsijad, kellel puudub analüüsitava börsiettevõttega igasugune side (Michaely, Womack 1999: 4). Antud loogikat toetab tugevalt asjaolu, et kuigi ettevõtetega tihedalt seotud analüütikud suudavad investoritele pakkuda täpsemaid kasumiprognose, siis nende analüüsid seevastu ei suuda investoritele kasumeid teenida. See väljendab asjaolu, et huvide konfliktist tulenev kallutatus mõjutab tulemust negatiivses suunas tugevamalt, kui lisatäpsus suudab prognoosimisele juurde anda. Aktsiasoovitustes kajastub selline kallutatus nii, et analüütikud annavad tihti negatiivse väljavaatega ettevõtte aktsiatele neutraalse hinnangu, samal ajal kui ettevõtte on tegelikult muude näitajate järgi väärt müügireitingut. (Ertimur Y. *et al.* 2007: 604)

Säärast loogikat on täheldanud ka Godman Sachs töötanud Jim Cramer, kelle väitel on müügisooitus väga harv nähtus Wall Streetil. Klientidele öeldakse, et positsioonidest ei tasu enne väljuda, kui reitingut alandatakse. Paraku seda ei juhtu väga tihti loogilistel põhjustel. Nimelt kuigi juriidiliselt on investeerimispankade erinevad üksused (nõustamine, kauplemine, analüüside koostamine) teineteisest eraldatud, siis kokkuvõttes tegutsetakse endiselt ühe ettevõtte nime all ning paratamatult on erinevate üksuste vahel informatsioon liikumas. Kui lõpuks otsustatakse aktsia reitingud alandada, siis on tavaliselt selleks ajaks juba "rong lahkunud" ning müümisega on lootusetult hiljaks jäänud. Antud probleemi taga on suuresti asjaolu, et investeerimispankad teenivad vaadeldavate ettevõtetega tehtud lepingutest oluliselt suuremaid kasumeid kui nad võiksid kunagi nende aktsiaga kaubeldes või analüüse kirjutades saada. (Cramer 2005: 235-236)

Teisalt võivad soovitusi jagavad analüüsijad ja analüütikud ise omada ettevõtte aktsiaid, mille kohta analüüse jagatakse. Sellisel juhul on tegu väga selge huvide konfliktiga, kus analüütiku kasum oleneb analüüsitava ettevõtte käekäigust. Sellises olukorras on prognoosijal selge huvi näidata ettevõtte tulemusi heast küljest. (Analyzing Analyst... 2013)

Samuti võib vastuolusid tekitada olukord, kus ettevõtte kasumid tulevad peamiselt aktsia ostmisel ja müümisel saadavatest teenustasudest. Sellises olukorras on analüüsijale kasulik soovitada aktsiaid, mida nende vahendusel on võimalik osta. Seejuures võib analüüsijaga pigem huvitada lihtsalt asjaolu, et klient teeks tehingu ning investeringust saadav kasum on prognoosijale juba teisejärguline. (Analyzing Analyst... 2013)

Üheks põhjuseks, miks usaldusväärseid tulevikuprognoose on väga raske teha, seisneb asjaolus, et majandusmodelite põhjal tehtud prognoosid loovad järjepidevuse illusiooni. Nii nagu minevik ei koosne järjepidevatest nn keskmistest sündmustest, vaid unikaalsetest ja ainukordsetest juhtumitest, on seda ka tulevik. Suure sõja, valuutakriisi või rahvusvahelise kriisi puhkemisele võib eelnevalt määrata ju mingi toimumise tõenäosusega, kuid nende riskide realiseerumisel muutuvad need prognoosid väärtusetuks. Väärtus oleks vaid sellel, kui osataks kindlalt ette öelda, millal need riskid realiseeruvad. Näiteks 1940. aastal oleks olnud vähe kasu kas või ühe aasta pikkusest SKP prognoosist, kuna tulevik oli lihtsalt niivõrd ennustamatu (Cairncross 1969: 800)

Paraku ei pruugi aktsiaprognosidel olla väga suurt lisaväärtust ka juhul, kui jätame hetkeks kõrvale eelpool mainitud analüütikute võimalikud omakasupüüdlilikud huvid. Nimelt kiputakse väga suure variatsiooni ja suuresti juhulikkusel põhineva tegevuse juures – nagu seda on kauplemine – vaatluse alt välja jätma võimalikku õnnefaktorit. Matemaatik ja fondijuht Nassib Nicholas Taleb on välja toonud, et ühe inimese elueal tehtavad investeerimistehingud võivad jääda normaalse variatsiooni piiridesse. See tähendab, et mõne ülieduka fondijuhi pideva edu taga võib olla endalegi teadvustamata lihtsalt suur õnn, mida on pea võimatu tuvastada. Sellisel juhul võib paljude edukate analüütikutegi puhul olla tegu lihtsalt vedamisega, mis omakorda vähendab prognoosijate usaldusväärset (Taleb 2007).

Arvestades kõikide eelpool välja toodud võimalike negatiivsete mõjudega analüütiku soovitude andmisel, tuleks investoril kindlasti mõelda, kas analüütiku poolt pakutava informatsiooni positiivne mõju on piisavalt suur, et võimalikud kallutatusest tulenevad probleemid ei mängiks seejuures suurt rolli.

### **1.3. Portfelli aktiivse juhtimisega kaasnevad positiivsed ja negatiivsed efektid**

Käesoleva bakalaureusetöö käigus on toodud välja juba suurel hulgal võimalikke probleeme, miks erinevad analüüsijad ei pruugi olla pikaajaliselt suutelised edestama lihtsat “osta ja hoia” strateegiat. Paljud neist probleemidest on võrdlemisi subjektiivsed ja nende olemasolu igapäevase tegevuse juures on võrdlemisi raske hinnata. Seejuures leidub aga investeerimise juures ka palju tegureid, mis on väga konkreetsed ja võivad erinevatele investeerimismeetoditele probleeme valmistada.

Nimelt eeldab analüüsijade hinnangute pidev jälgimine ja nendele reageerimine võrdlemiselt aktiivset investeerimistegevust. Aktiivsema tegutsemisega finantsturgudel kaasnevad aga ka suuremad kulutused, millega iga investor peab arvestama. Nimelt peab investor iga aktsiate soetamis- ja müügitehinguga tasuma maaklerile kindla teenustasu. Mida rohkem tehinguid investor teeb, seda suuremad on kulutused maaklerteenusele. Seega aktiivsem portfelli juhtimine õigustab ennast vaid juhul, kui aktiivsest juhtimisest saadav kasum on pärast teenustasude mahaarvestamist suurem, kui passiivse “osta ja hoia” strateegia puhul. Kuigi rahaline kulu teenustasu näol on kergesti märgatav ja kvantitatiivselt mõõdetav, siis ei tasu alahinnata ka aktiivsema investeerimisega kaasnevat vaimset ja ajalist kulu, mis kaasneb pideva turgude jälgimisega.

Mitmed edukad investorid ja konsultandid on pidanud inimese psühholoogiat investeerimise edukuse üheks olulisimaks lüliks ja seepärast peaksid investorid kasutama kauplemiseks loogikaid, mis tooksid välja pingsituatsioonis igale olukorrale konkreetse lahenduse, mille järgi turuosaline tegutseda saaks (Douglas 2001: 121). Sellise süsteemi kasutamine aitab minimeerida jooksvate otsuste tegemist kiiresti muutuv keskkonnas, kus inimeste loomumased käitumismustrid viivad tavaliselt

ebaratsionaalsete lahendusteni. Seejuures tasub mainida, et isegi kindla kauplemissüsteemi olemasolul peavad paljud investorid psühholoogia rolli kõige olulisemaks komponendiks edu saavutamisel finantsturgudel (Tharp 2006: 10). Põhjuseks on raskematel aegadel süsteemi toimimises kahtlemine, headel aegadel mure saamata jäänud kasumitest ning tahtmine süsteemi tegevusse lühiajaliselt pidevalt sekkuda. Kõik need probleemid tekivad tihti sellest, et üritatakse jälgida aktsiahinna igat liikumist ja ollakse liialt keskendunud lühiajalisele “mürale”, kaotades silmist oma esialgse sihi ja töötava investeerimisloogika. Seega ei tasu alahinnata ka mõju, mis kaasneb aktiivsema portfelli juhtimisega.

Suutmatus järgida konkreetseid kauplemisreegleid tuleneb tavaliselt sellest, et investor üritab kaubelda viisil, mis ei ole temale omane. Kuigi aktiivne portfelli juhtimine ja aktsiapositsioonide pidev muutmine võib olla teadliku tegutsemise juures vägagi kasulik, ei pruugi selline lähenemine sellegipoolest olla kõigi jaoks. Suutmaks investeerida plaanipäraselt, peab investor esmalt ennast tundma õppima ja seejärel kasutama lähenemist, mis temale kõige paremini sobib. Enesekindlus strateegia järgimiseks ei teki mitte alati võitvate otsuste tegemisest, vaid korduvate ebaõnnestumiste üleelamine teadmisega, et kasutatav strateegia on suuteline kasumeid tootma (Steenbarger 2009: 27). Vaid sellise enesekindluse baasilt on investor suuteline keerulisemad ajad ära kannatama ning oma tegevust investorile eduks vajaliku jäärapäise enesekindlusega jätkama.

Nii nagu igapäevaelus kombeks on ka portfelli aktiivse juhtimisega seotud temaatika mündil kaks poolt. Lisaks paratamatutele negatiivsetele aspektidele esineb ka suurel hulgal positiivseid tegureid, mille tõttu aktiivsemat portfelli juhtimist üldse rakendatakse. Varasemates uurimustes on leitud, et analüütikud, kes uuendavad oma aktsiasoovitusi tihedamalt, näitavad teiste analüütikutega võrreldes paremaid tulemusi. Tihedam tagasiside andmine ettevõtete käekäigu kohta annab analüütikutele võimaluse efektiivsemalt jooksvat informatsiooni enda analüüsi kaasata. Sellest tulenevalt suudetakse kiiremini reageerida võimalikele muutustele ettevõttes. Sellise seaduspära paikapidavusele aitab kaasa asjaolu, et tihedamalt aktsiasoovitusi väljastanud analüütikud edestasid harvemini prognoose väljastavaid kolleege nii lühikeses kui ka pikas perspektiivis. Seega pole tegu olukorraga, kus kvantiteedi arvel kvaliteet



kannataks. Seega soovitab varasem teooria eelistada analüütikuid, kes toovad pidevalt uusi prognoose välja ja vältida analüütikuid, kes harva analüüsi välja annavad ja seejärel investorid omapäi jätavad. (Hobbs J. *et al.* 2012: 94)

Samuti tuleb investoril arvestada, et iga tehinguga kaasneb risk ning mida kauem hoitakse positsiooni turul avatuna, seda suurem on tõenäosus, et selle aja jooksul võib ette tulla ettenägematut uut informatsiooni, mis võib aktsiahinda märgatavalt liigutada. Sellest tulenevalt võib tihti konservatiivseks peetavat "osta ja hoia" strateegiat võrdlemisi riskantseks pidada, sest investor on kõikidele negatiivsetele šokkidel pidevalt avatud. Aktiivsem investeringute juhtimine teadliku tegevuse juures võib sel juhul vähendada portfelli avalduvat riski.

#### **1.4. Hinnasihi mõju analüütikute aktsiasoovitusele**

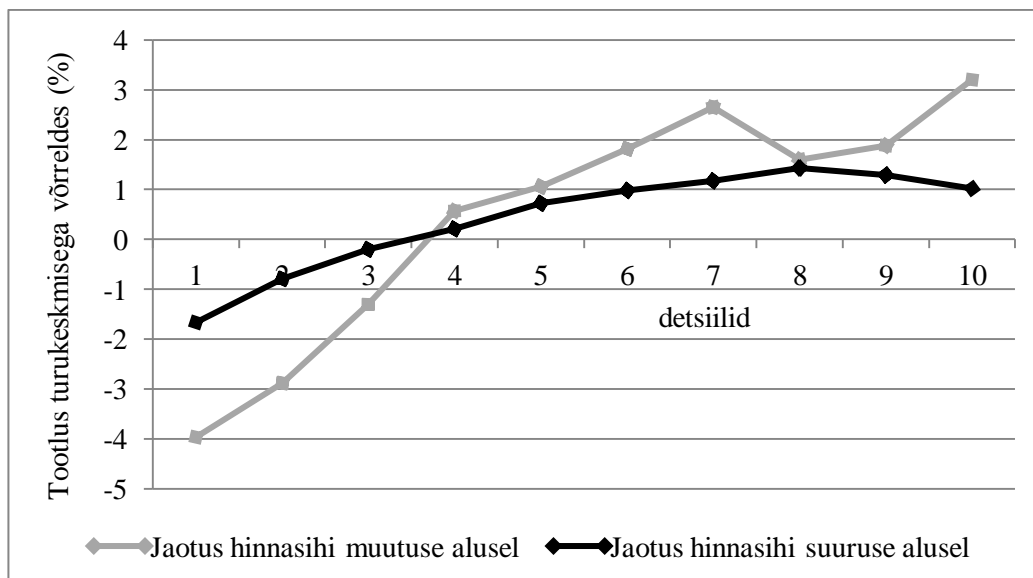
Lisaks aktsiareitingule toovad analüütikud aktsiasoovitustes välja ka mitmeid muid andmeid, mida investoritel on oma otsuste langetamisel võimalik kasutada. Tavapärastel tuuakse välja erinevad mineviku ja tulevaste perioodide suhtarvud, mis põhinevad vastavalt olemasolevatele andmetele ja oodatavatele prognoosidele. Samuti tuuakse välja ka kvalitatiivsed hinnangud ja arvamused ettevõtte käekäigu kohta. Paraku on enamus neist andmetest aga võrdlemisi subjektiivsed ja ei võimalda edasist objektiivset kvantitatiivset analüüsi. Loomulikult ei tähenda see, et kvalitatiivsed ja mõõdetamatud andmed mingistki seisukohast kehvemad oleks, vaid nende põhjal on lihtsalt raskem objektiivset tulevast analüüsi läbi viia. Hilisema analüüsi seisukohast pakuvad aga kindlasti huvi näitajad nagu hinnasiht ja asjaolu, et analüütik on vastava aktsiasoovituse hinnanud analüüsima parimaks soovitusena.

Võimalike negatiivsete mõjutuste tulemusel on analüütikud tihti kallutatud positiivsemate reitingute poole. Põhjuseks on tihti huvi hoida häid suhteid analüüsitava ettevõttega ning samuti tahe, et kliendid oma aktsiaid ära ei müüks. Nii on paljud ostusoovitused olemuselt muutunud aktsia hoidmise soovitusena ja neutraalseid hinnanguid võib pidada pigem negatiivseteks ja positsiooni likvideerimise põhjusteks. Analüüsile positiivsusele kalduvuse tõttu on investoritel oluline otsida ka muid viiteid, mis võiksid analüütikute tegeliku arvamuse tugevust kinnitada.

Varasemate uurimuste põhjal on leitud, et hinnasihi olemasolu väljendab tavaliselt analüütiku arvamuse tugevust. Seega mida tugevam on analüütiku hinnang aktsiale seda rohkem kasutab ta selgitusena tulevast hinnasihti ja konkreetseid suhtarve. Kahtlase väärtusega analüüside puhul on analüütikud aga konkreetsete numbrite välja ütlemisega tagasihoidlikumad ja analüüs põhineb peamiselt kvalitatiivsetel hinnangutel. Seega väljendab hinnasihi olemasolu investorile seda, kui kindlad on analüütikud oma hinnanguid andes. (Bradshaw 2012: 40)

Hinnasihtide endi informatiivsuse kohta on teadustööd koostanud Brav ja Lehavy (2003: 1963). Oma töös on nad keskendunud hinnasihtide suurustele ning turu reaktsioonile, mis nende hinnangute avalikustamisel kaasneb. Tunduks loogiline, et suurem hinnasiht väljendab analüütiku tugevamat uskumust ettevõtte tulevikku ja tõstab tehingu õnnestumise tõenäosust. Hinnasihiga väljendab analüütik oma uskumust, mis peaks olema ettevõtte aus väärtus. Kui eeldatav aus väärtus erineb praegusest turuhinnast märkimisväärselt, siis väljendab see analüütiku usku, et on oodata suurt aktsia hinna liikumist enne kui hind jõuab uuesti oma õiglastele tasemetele. Lisaks hinnasihi enda suurusele uurivad Brav ja Lehavy oma teadustöös ka seda, kas hinnasihi muutuse suurusest on võimalik lisanduvat informatsiooni välja lugeda. Suur protsentuaalne hinnasihi muutmine võib väljendada asjaolu, et suurel hulgal varasemalt teadmata olnud informatsiooni on teatavaks saanud ja sellest tulenevalt võiks oodata märkimisväärset aktsiahinna reaktsiooni analüüsile. Uurimus on koostatud üle 223 tuhande hinnasihi põhjal, mis on väljastatud perioodil 1997. aastast 1999. aastani. Hinnasihtidega läbi viidud tulemused on välja toodud joonisel 1.1.

Joonisel 1.1 on hinnasihid ja hinnasihi muudatused jaotatud kümnesse erinevasse detšiili, esimene detšiil on kõige madalamaks ja kümnes detšiil kõige kõrgemaks tasemeks. Analüüsi tulemused kinnitavad suuresti algseid eeldusi. Nimelt kaasnevad suuremate ja positiivsemate hinnasihtidega positiivsemad aktsia hinnaliikumised ning ka hinnasihi muutuse suurus sisaldab endas vajalikku informatsiooni. Mida suurem on hinnasihi tõstmine eelmisega võrreldes, seda positiivsem on aktsia hilisem reaktsioon uudisele. Huvitav on ka märkida, et antud analüüsi puhul väljendas hinnasihi muutus aktsia tulevasele liikumisele suuremat absoluutset mõju kui hinnasihi enda suuruse tase.



**Joonis 1.1.** Aktsiahinna reaktsioon erineva suurusega hinnasihtidele ja hinnasihi muutustele (Brav, Lehavy 2003: 1943).

Lisaks hinnasihtidele toovad analüütikud osade valitumate aktsiate puhul eraldi välja ka asjaolu, et tegu on analüüsijate hetke kõige tugevama analüüsiga. Seda väljendatakse tihti ingliskeelsete väljenditega nagu *top pick*, *best buy* jne. Mis puudutab nende hinnangute mõju aktsia tulevasele liikumisele, siis on uuritud parimate soovitusetega kaasnevat riski. Nimelt on leitud, et nn. *top pickidega* kaasneb tavaliselt ka suurem riskitase (Brown 2001: 2). See omakorda väljendab asjaolu, et analüüsijate poolt soovitusetega parimaks hindamine ei pruugi kaasa tuua ainult positiivseid külgi, vaid võib tekitada ka lisaprobleeme, millega investorid peaksid kindlasti kursis olema.

## 1.5. Varasemad uurimused analüütikute prognoosimisvõime ja konsensushinnangu kohta

Käesoleva bakalaureusetöö seisukohalt on oluline teada, mis tulemusi on andnud varasemad sarnased uuringud mujal maailmas. Sellest tulenevalt on võimalik paremini mõista milliseid tulemusi on Balti börsidel tegutsevate analüüsijate näitel oodata. Samuti on eelmiseid töid jälgides võimalik näha, kas olukord Eestis sarnaneb antud valdkonnas välismaal toimuvaga.

Mitmed empiirilised uurimused on tõestanud, et reaalsel turgudel kehtivad efektiivse turu nõrgemad vormid. See paneb aga võrdlemisi selgelt paika, millised analüüsimeetodid on võimalised pikaajaliselt investoritele kasumeid tootma. Eelnevalt leidsime, et efektiivsetel turgudel ei oma teadaolev informatsioon erilist väärtust ja sellest tulenevalt ei ole võimalik turgudel eelist saavutada. Seepärast ei ole võimalik ajalooliselt informatsioonile põhineva tehnilise ja fundamentaalse analüüsiga enamasti pikaajaliselt kasumeid teenida. Seevastu aga investor, kes omab informatsiooni, mis on paljudele teistele turuosalistele veel teadmata, on suuteline kasumit teenima.

Paljud autorid on analüüsinud, kas erinevates investeerimispankades töötavatel analüütikutel on informatsiooni, mis ei ole veel hinnas kajastunud. Sellise analüüsi koostamisel on aga mitmeid probleeme peamiselt kahel põhjusel: valiku kallutatus (*selection bias*) ja ellujääja kallutatus (*survivorship bias*). Nimelt on uurijatel võimalik tõenäoliselt saada informatsiooni ainult nendest analüüsijadest, kes teavad, et nende soovitusel on häid tulemusi andnud. Samuti on tõenäoliselt praeguseks alles jäänud vaid analüüsijad, kelle prognoosid on minevikus väärtust omanud. Seevastu kehvemate oskustega analüütikud või investeerimispankad on oma halva tegevuse tõttu tõenäoliselt kas vastavalt töö kaotanud või pankrotti läinud (Bu, Lacey 2007: 35). Seetõttu on võimalik saadav informatsioon tõenäoliselt kallutatud positiivsemate tulemuste poole. Samuti võib probleeme valmistada valiku kallutatus (*selection bias*). On võimalik, et vaadeldava perioodi jooksul juhtus aktsiaturgudel midagi erakordset, mida ei ole võimalik muudel perioodidel eeldada. Aktsiasoovituste puhul võib näitena tuua olukorra, kus analüütikute tegevust uuritakse ainult pidevalt tõusval turul ning sellest tulenevalt tehakse järeldusi analüütikute üldise võimekuse kohta. On võimalik ja võrdlemisi ootuspärane, et analüütikute oskused tõusval turul ei pruugi kirjeldada nende võimekust langevate aktsiahindade keskkonnas. Teadaolevalt leidub aga kaks analüüsijadest jälgitud uuringut, mis ei ole mainitud probleemide poolt kallutatud. Need on uurimus Dimsoni ja Marshi poolt ning uurimus Eltoni, Gruberi ja Grossmani poolt. (Elton, Gruber 1995)

Esimese, Dimsoni ja Marshi (1984), uurimuste andmed on saadud suurest andmepangast, kus vaadeldi 35 erineva analüüsijaga poolt 200 suuremale Suurbritannia ettevõtte kohta koostatud 4000 analüüsi. Uuringus otsiti tegeliku kasumi ja

prognoositud kasumi vahelist korrelatsiooni, milleks oli keskmiselt 0.08. Prognoosimise võimekus erines kõigi 35 analüüsijaga lõikes ja korrelatsioonivahemik analüüsijade vahel, kes olid andnud vähemalt 50 prognoosi oli vahemikus -0.19 kuni +0.26. Olenemata võimekuse erinevusest, ei olnud varasema prognoosimise võimekuse põhjal võimalik hinnata tulevast võimekust prognoosimisel. Samas mitme analüütiku kombineerimine parandas tulemusi. Uuringus kasutatud andmete põhjal tehti reaalseid tehinguid ning olenemata väikesest prognoosides sisalduva uudse informatsiooni hulgast, andis selline investeerimise meetodika 2,2% võrra parema tulemuse kui turg keskmiselt. Testid näitasid, et üle poole informatsioonist olid esimese kuu lõpuks hinnas kajastunud ning seepärast oli fondi puhul oluline ka kiire reageerimine analüüsile. (Dimson, Marsh 1984: 1288)

Eltoni, Gruberi ja Grossmani (1986) uurimuse jaoks vajalik andmebaas on koostatud suure panga poolt. Andmebaasis olid aktsiad jagatud viide gruppi: tugev ost, ost, hoia, müük, tugev müük. Andmebaasi tuli ca 10 000 analüüsi kuus, 720 analüütikult, kes töötasid 34 analüüsijajas. Elton, Gruber ja Grossman leidsid, et mõlemad, nii aktsiale antud hinnang, kui ka hinnangu muutus, sisaldasid informatsiooni. Riskiga kaalutuid kasumeid oli võimalik teenida ostes nii tõstetud reitinguga aktsiaid kui ka parema hinnanguga aktsiaid ning müües langetatud reitinguga või madalama hinnanguga aktsiaid. Kasumid esinesid aktsiates tavaliselt kuu või kaks pärast prognoosi tegemist. (Elton *et al* 1986: 712-713)

Teise uurimuse käigus tuli välja, et reitingu muutustele reageerimine tõi kaasa suuremad kasumid, kui aktsia hinnangu järgimine. Samuti avastati, et ükski analüütik ei olnud teistest parem. Investoril oleks läinud kõige paremini, kui ta oleks järginud analüütikute keskmist hinnangut, ehk konsensust (Elton, Gruber 1995). Sarnast arvamust toetab ka Howe *et al* (2009) poolt läbi viidud uurimus, kus vaadati lähemalt 350 000 *sell-side* analüütiku soovitusel ajavahemikus 1994 kuni 2006. Antud uurimusest selgus, et analüütikute agregeeritud soovitused, mis moodustavad sisult konsensushinnangu, suudavad ennustada turu ja tööstusharu kasumeid. Lisaks sellele suudab konsensushinnang ette näha turu ja tööstusharu kasumite kasvu, millest võib järeldada, et analüütikud omavad turu ja tööstusharu tasemel informatsiooni, mille põhjal on võimalik kasumlikult investeerida. (Howe, John S. *et al.* 2009: 819)

Seega varasemate uurimuste põhjal võime öelda, et analüütikute soovitusi järgides on võimalik turu keskmisi tootlusi ületada. Järgnevalt pöörame pilgu teistele teadusartiklitele, mis aitavad paremini mõista soovitustega kaasnevaid iseärasusi. Conrad *et al* (2006:20) on leidnud, et analüütikud on oma hinnangutes kallutatud positiivsete soovituste poole ning ollakse oluliselt tagasihoidlikumad müügisoovituste väljastamisel. Võtame hinnangute tõlgendamisel aluseks klassikaline arusaama, et "osta" hinnang väljendab aktsia alahinnatust, "hoia" tähendab, et aktsia on õiglase väärtusega ning "müü" soovitus väljendab aktsia ülehinnatust. On huvitav märkida, et Stickeli (1998: 3) artiklist tuleb välja, et turul peaaegu puuduvad aktsiad, millel oleks müügisoovitus. Aritmeetiline keskmine reiting soovitab pigem osta kui hoida. Alapeatükis 1.2. välja toodud investeerimispanganduse erinevate üksuste vaheline koostöö on taas kord peamiseks põhjenduseks säärase positiivsuse kirjeldamisel. Alusetult positiivsete aktsiahinnangute taga on peamiselt pankade tahtmine "pugeda" ettevõtte juhtkondadele (Francis, Philbrick 1993: 229) ning tugevdada kasumlikumaid investeerimispangandusalaseid suhteid (Lin, McNichols 1998: 101). Investori seisukohast on oluline säärase kallutatusega arvestada ning igasugust negatiivset informatsiooni käsitleda oluliselt suurema tähelepanuga kui positiivseid väljaütlemisi. Strateegiate koostamisel on võimalik näiteks neutraalseks peetavat "hoia" hinnangut tõlgendada juba kui negatiivset märki ja kasutada seda positsioonist väljumiseks.

Investoril on samuti kasulik teada, millist rolli mängib analüütiku töös kogemus. Kas pikema tööstaažiga suureneb ka kogemus analüüside koostamisel ning paraneb analüüside kvaliteet. Säärasele küsimusele on oma teadustöös leidnud vastuse Mikhail *et al* (1997: 155), järeldades, et mida kauem analüütik on investeerimispanka juures töötanud seda paremini suudab ta aktsiate tulevast käekäiku prognoosida. Sellest tulenevalt on analüütikute soovitusi järgides kasulik olla kursis ka analüütikute enda taustaga. Pikk tööstaaž peaks sisendama kindlust soovituste järgimisel, vähese töökogemuse puhul tuleks olla ettevaatlik. Säärane soovitus kehtib eriti Eesti puhul, kus analüütikute keskmine vanus on võrdlemisi madal ning soovitusi väljastavad inimesed on pidevas muutumises.

Kokkuvõttes võib varasematest välismaal läbi viidud uurimustest järeldada, et analüüsijad suudavad pakkuda investoritele uudset informatsiooni, mille põhjal on

võimalik kasumeid teenida. Seejuures võib mängida oma osa ka lisaks analüüside informatiivsusele investorite usaldus analüüsijade vastu, mis aitab prognoositud tulemuseni jõudmisele kaasa. Varasematest uurimustest selgub ka, et empiirilise osa elluviimisel tuleb olulist tähelepanu pöörata ka tehingu sooritamise kiirusele. Informatsioon levib kiiresti ning selle väärtus kahaneb ajas. Samuti on leitud, et lisaks hinnangute endi järgimisele sisaldab endas informatsiooni ka reitingu muudatus. Oluline on seejuures just teadmine, kas uus aktsiahinnang on eelmisega võrreldes parem või halvem. Bakalaureusetöö empiirilises osas on juba täpsemalt näha, kas muu maailma praktikale sarnased tulemused esinevad ka Balti börsidel. Samuti on võimalik siinsete analüütikute näitel näha kas ühine konsensushinnang omab suuremat väärtust kui üksikud soovitusel.

## **2. ANALÜÜTIKUTE AKTSIASOOVITUSTEL BASEERUVATE INVESTEERIMISSTRATEEGIADE KASUMLIKKUSE ANALÜÜS**

Käesoleva bakalaureusetöö empiirilise osa eesmärgiks on analüüsida, kas Eestis tegutsevate analüüsijate poolt väljastatud aktsiasoovituste põhjal on võimalik luua investeerimisstrateegia, mis suudaks investorile pakkuda paremat tootlust, kui lihtne “osta ja hoia” strateegia, mis ei vaja iseenesest mingisugust aega analüüsimisele. Vaatluse alla on võetud kõik hetkel aktsiasoovitusi väljastavad analüüsijad. Sellisel moel on võimalik uurimuse tulemusi ka tulevikus kasutada, sest soovitusi väljastanud investeerimispannad tegutsevad endiselt edasi. Analüüsi ei ole kaasatud neid analüüsijaid, kes on varasematel aastatel vastavat teenust pakkunud, kuid enam seda ei tee. Aktsiasoovitusi väljastavateks pankadeks on Swedbank, SEB Enskilda ja LHV.

### **2.1. Analüüsijate tutvustus**

Empiirilises osas kasutatud analüüsijate ning nende põhjal loodud investeerimisstrateegiate adekvaatseks hindamiseks ning mõistmiseks on kasulik natuke rohkem teada uurimusse kaasatud analüüsijate tausta. Sellest tulenevalt on võimalik paremini mõista, millist rolli aktsiaanalüüsijate väljastamine antud pankade üldstruktuuris mängib.

#### **2.1.1. LHV Pank**

AS LHV Pank on 1999. aastal loodud Eesti kapitalil põhinev pank, mis tegutseb Eestis, Lätis, Leedus ning 2010. aastast ka Soomes. LHV loojateks olid kaks Hansapanga asutajat – Andres Viisemann ja Rain Lõhmus. Praeguseks kasutab LHV Panga teenuseid üle viiekümne tuhande kliendi. Algselt oli LHV nimeks LHV Direct ning peamiseks tegevuseks oli maaklertegevus ning investoritele suunatud foorumi



üalpidamine. Aja jooksul on ettevõtte nimi mitmeid kordi muutunud, praeguseks on panga nimeks saanud AS LHV Pank.

LHV on korraldanud investorite harimiseks seminare alates 2001. aastast. Tänapäevaks on sellest kujunenud mitmekülgsete teemadega seminarisari Investeerimiskool. 2000. aastal käivitati virtuaalne aktsiamäng „Börsihai“. Tasuta investeerimisteavet jagab kõikidele huvilistele finantsportaal [fp.lhv.ee/forum](http://fp.lhv.ee/forum). LHV annab neli korda aastas välja majandus- ja investeerimisalast ajakirja „Investeeri!“. Alates 2007. aastast alustas LHV teenusega Balti Pro, millele on hiljem lisandunud ka Maaailma Pro ning Fondide Pro. Sisuliselt on tegu tasulise teenusega, kus LHV analüütikud annavad klientidele tagasisidet suuremate Balti börsi aktsiate kohta. Analüüside käigus tuuakse välja olulisemad finantsnäitajad ning hinnatakse aktsiate väärtust. Samuti tuuakse Balti Pro all välja ka erinevatele aktsiatele määratud reitingud, mille põhjal investorid omal tahtel võivad tehinguid teha. (Tutvustus 2013)

### **2.1.2. SEB Enskilda**

SEB Enskilda on SEB Grupi omandusse kuuluv tütarettevõtte, mis osutab investeerimispankunduse ja ettevõtte rahanduse teenuseid. SEB Enskilda asutati Londonis 1982. aastal nime all Enskilda Securities. SEB Enskilda on esindatud kõikides Põhja- ja Baltimaades, samuti Londonis, New Yorgis ja Frankfurdis. Hetkel töötab ettevõttes ca 300 inimest.

SEB Enskilda meeskond nõustab kliente valdkondades nagu ettevõtete ost-müük ja ühinemine, omakapitali kaasamine, äritegevuse restruktureerimine, ettevõtete hindamine ning erastamine. SEB Enskilda eesmärk on nõustada ettevõtteid, kes soovivad kasvada, spetsialiseeruda, oma äritegevust restruktureerida, leida sobivaid partnereid või vajalikku finantseeringut. Lisaks sellele on SEB Enskildal eraldiseisev müügivõrguga aktsiamüügi üksus. Oma aktsiaanalüüsi ja muude tegevustega on pigem keskendunud suurematele klientidele ning seepärast ei ole ka analüüsidele ligipääs nii lihtne, kui Swedbanki ja LHV puhul. (SEB Enskilda 2013)

### **2.1.3. Swedbank**

Swedbanki eelkäijaks Eestis on Hansapank, mis asutati 1991. aasta suvel. Hansapanga neljandal tegevusaastal sai temast suurim Eestis tegutsev pank. Esimene liisingutoodetele keskenduv tütarettevõte, AS Hansa Liising, loodi 1993. aastal. Pärast 1998. aastat algas panga jaoks liitumiste ja ühinemiste periood. Esialgu liituti Hoiupangaga, järgnevatel aastatel osteti ära enamused Leedu Hoiupangas, Leedu suurim elukindlustusselts UAB Lietuvos Draudimo Gyvybes Draudimas ja Venemaal tegutsev pank Moskvast Kvest. Swedbank tegi 2005. aastal Hansapanga vähemusaktsionäridele ülevõtupakkumise ning tänaseks on Hansapank Swedbank Grupi 100% tütarettevõte. Kindlustuseturule sisenes Swedbank 2006. aastal, kui oma tegevusega alustas Hansa Varakindlustus. (Hansapanga ajalugu 2013)

Praeguseks on Swedbank varade mahu järgi suurim Eestis tegutsev pank, kes pakub väga laia teenuste valikut. Turuanalüüse ja reitingusoovitusi aktsiatele väljastatakse Swedbanki kodulehe „Investeermise säästmise, pensioni“ sektsiooni all. Erinevalt LHV-st ja SEB Enskildast on Swedbanki analüüsid kõikidele panga klientidele niisama kättesaadavad ilma muude lisatasudeta. Sarnaselt LHV-le on neil varasemad analüüsid alates 2010. aastast arhiveeritud ning on seetõttu mugavalt ligipääsetavad.

Teades rohkem töös kasutatud analüüsijate taustast, on võimalik edasi liikuda empiirilise osa sisulisema poole juurde, kus esmalt kirjeldatakse kasutatavaid andmeallikaid ja kehtestatakse reeglid uuritavatele investimisstrateegiatele. Sealt edasi on juba välja toodud tulemused ning tulemuste analüüs. Kõikides edasistes tabelites ning lisades on analüüsijate palvel kõik andmed toodud kodeeritult ning analüüsijate puhul ei tooda täpselt välja, mis pankadega on tegu. Analüüsijate nimetatakse edaspidi vastavalt PANK 1, PANK 2 ja PANK 3 (järjestus on juhuslik).

## **2.2. Andmeallikad ja vajalikud eeldused**

Uurimustöö empiirilises osas on vaatluse alla võetud kõik Balti börsidel hetkel analüüse väljastavad analüüsijad - AS LHV Pank, Swedbank Grupp ning SEB Enskilda. Balti börside näol on maailma mastaabis tegu võrdlemisi väikese turuga ning sellest tulenevalt on ka suurte investorite huvi siinse turu vastu kohati suhteliselt jahe. Sellest

on mõjutatud ka Balti turgude *sell-side* analüütikute tegutsemine ning analüüsijade prioriteetidid. Kui vaadata finantsturgude buumiaega, mis jäi 2006. aasta lõppu ning 2007. aasta algusesse, siis valitses *sell-side* analüütikute turul hoopis teine olukord. Toona pakkusid lisaks praegustele analüüsijadele aktsiasoovitusi ka ettevõtted nagu EVLI, Unicredit ning Leedu ettevõtte Orion. *Sell-side* analüüsides väljastamise väike huvi on suuresti investorite vähesuse taga, sest ei leidu palju osapooli, kellele huvitavaid teese müüa, mistõttu ei pruugi ka analüüsides kirjutamine ennast ära tasuda. Samuti ei ole turul noteeritud ettevõtete hulk piisavalt suur, et oleks pidevalt häid teese, mida ka välisinvestoritele pakkuda. Asjaolu, et analüüse väljastavad ainult Eesti suuremad pangad väljendab ilmekalt asjaolu, et analüüsides on pigem pankade põhitegevust toetavaks teenuseks, mitte oluliseks kasumiallikaks.

Käesoleva töö huvides on piiratud ainult nende ettevõtete analüüsimisega, kes praegu aktiivselt tegutsevad ning analüüse väljastavad. Sellisel juhul on investeerimisstrateegiate tulemused võimalikult realistlikud ning analüüsitud strateegiaid on võimalik samal kujul ka reaalselt rakendada. Et analüüs oleks võimalikult põhjalik ning usaldusväärne, siis on kõikide analüüsijade puhul üritatud koguda analüüsijade soovitusi nii pika perioodi jooksul, kui võimalik. Kuna Balti börsidel tegutsevate analüüsijade informatsioon on enamasti tasuline ning arhiivid ulatuvad vaid lähemate aastate taha, siis on aktsiasoovitusi kohati väga keeruline kätte saada. Kõige lihtsam oli andmeid kätte saada LHV Panga puhul, kus kodulehel asuva LHV Pro sektsiooni alt on võimalik kätte saada nii kõige uuemad LHV meeskonna poolt välja antud analüüsides, kui ka varasemate aastate analüüsides arhiiv kuni aastani 2006. Swedbanki puhul ulatus internetis asuv arhiiv kuni 2010. aastani ning varasemad analüüsides tuli koguda analüütikutelt. SEB Enskilda puhul oli andmeid aga kõige keerulisem kokku koguda. Kuna analüüsimeeskond on suuresti muutunud, siis ei olnud võimalik enam ligi pääseda analüüsidesse enne 2008. aastat. Aastatel 2009 ning 2010 SEB Enskilda aktsiasoovitusi ei väljastanud. Analüüse hakati uuesti välja andma 2011. aastast, kui tegutsema hakkas praegu toimiv analüütikute meeskond. Tänu analüütikute vastutulelikkusele oli võimalik ligi pääseda viimaste aastate aktsiaraportitele, millele muidu kergesti ligi ei pääseks. Mugavaks ülevaate saamiseks on kõik analüüsides kasutatud informatsioon kodeerituna lisades välja toodud.

Analüüsiks vajaliku hinnainfo on autor saanud Nasdaq OMX'i kodulehelt (<http://www.nasdaqomxbaltic.com>), kus oli võimalik saada üksikaktsiate ajaloolisi hindu alates nende börsile tulemisest. Kõik tehingute analüüsimiseks vajalik hinnainfo on käesoleva töö lisade all välja toodud koos aktsiasoovituste informatsiooniga. Lugejale on jälgimiseks toodud tehingu tegemise kuupäev ja hind, millega positsioon vastavalt kas soetati või kinni pandi. Kogu hinnainfo ning teenustasud on arvestatud eurodes. Seejuures on eurodes kajastatud ka Läti ettevõtete Grindeksi ja Olainfarmi hinnainfo, mis on tegelikkuses kaubeldavad olnud ainult Läti lattides. Ühtsuse huvides on eurodeks arvestatud ka Leedu ettevõtete Pieno Svaigzdesi, TEO LT, City Service'i, Sanitase ja Apranga hinnainfo. Ette antud ajaloolised hinnad on kohandatud vastavalt korporatiivsetele sündmustele. Kuna 2011. aasta algusest tehtud tulumaksuseaduse muudatuse kohaselt ei pea investorid reinvesteeritud kasumi pealt makse maksma, siis ei ole ka käesoleva töö puhul maksudega arvestatud. Maksud kehtiksid kõikidele strateegiatele samamoodi ja nii jääksid analüüsist leitavad lõppjärelused ka maksudega arvestamisel samaks.

Aktiivse kauplemise puhul tuleb lisaks teenustasudele ja analüüsijade valikule mängu ka Balti börsidele omased reeglid. Analüütikute poolt antavate soovituste puhul võib aktsiale antav hinnang tihti olla negatiivne. Sellest tulenevalt võib tekkida küsimus, et miks ei võiks "sell" soovitusel puhul teha keerulisemaid investeerimisotsuseid ja võtta portfelli aktsia "lühike positsioon". Lühikene positsioon tähendab sisuliselt tehingut, mille alusel investor müüb aktsiat, mida ta tegelikult ei oma. Aktsia lühikeseks müümisega on investoril võimalik kasumit teenida juhul, kui vaadeldava ettevõtte aktsia aja jooksul oma väärtust kaotab ning aktsiahind langeb. Seejuures on oluline välja tuua, et Balti börsidel ei ole lühikeseks müümine võimalik. Sellest tulenevalt müüb investor "sell" reitingu puhul oma olemasolevaid aktsiaid, kuid ei võta turul "lühikest positsiooni".

Strateegiate testimise puhul mängib samuti olulist rolli reaalne positsiooni soetamise aeg, sest sellest oleneb kui head hinda on võimalik aktsia eest saada. Efektive turu hüpoteesist lähtuvalt, kaotab uudne informatsioon aja möödudes võrdlemisi kiiresti oma väärtust. Sellest tulenevalt on analüüsijade reitingumuutusi järgides väga oluline nendele võimalikult kiiresti reageerida. Siin kohal on arvestatud, et Balti börsidel

tegutseva ja reitinguid järgiva investori näol on tegu võrdlemisi aktiivse investoriga, kes vaatab LHV Panga analüüse igapäevaselt. Kuna ajaliselt ei ole võimalik ennustada, mis kellaajal mingi konkreetse aktsia kohta analüüs ja potentsiaalne reitingumuutus välja tuleb, siis ei ole võimalik strateegiate analüüsimise puhul eeldada, et investoril on alati võimalik samal päeval aktsiapositsioon soetada. Seega on erinevate strateegiate testimise puhul eeldatud, et investor võtab positsiooni regulaarselt järgmisel päeval pärast analüüsi avalikustamist. Käesoleva analüüsi koostamisel on tehingu tegemisel arvestatud järgmise päeva avanemishindadega. Sama kehtib ka positsiooni sulgemise puhul. “Osta ja hoia” strateegia puhul võetakse positsioon sellest ajast alates, kui analüüsijama on võtnud aktsia jälgimise alla, sest sellest ajast alates käib alles reaalne otsuste tegemine analüüsimeeskonna poolt.

Nagu autor bakalaureusetöö teoreetilises osas välja tõi, siis mängivad iga aktiivse investeerimisstrateegia juures olulist rolli ka teenustasud. Et oleks võimalik mingisugust strateegiat kasumlikuks pidada, peavad aktsiainvesteeringult saadavad kasumid suutma vähemalt teenustasusid katta. Hüpoteetilistel kasumitel ei oleks mingisugust väärtust, kui reaalses elus “sööksid” tehingutasud kõik kasumid ära. Lähtudes erinevate maaklerite kodulehelt leitud informatsioonist, on võimalik järeldada, et 2012. aasta alguses on soodsaimad tehingutasud LHV-s, kus võetav tehingutasu on 0.2% tehingu summast ning minimaalne teenustasu on 3 eurot. Väga sarnase suurusega tehingutasu on ka Swedbankil ning SEB-l. Mõlema maakleri puhul on tehingult võetav teenustasu 0.2% tehingu summast, millele liidetakse püsiv tehingutasu 3,2 eurot. Kuna tehingutasud on kõigi pankade puhul sisuliselt samad, siis ei teki panga valikust eeldatavate tehingukoguste juures erilist vahet. Et tulemused oleks konservatiivsemad, on käesoleva töö juures kasutatud SEB ja Swedbanki poolt kasutatud teenustasude loogikat.

Analüüsijade prognooside testimiseks Balti börsidel on vaatluse alla valitud 18 ettevõtet, mis on välja toodud allpool tabelis 2.1.

Ettevõtete valiku eelduseks oli asjaolu, et nendega on võimalik tehinguid teha ning nende kohta on vajalik aktsiainformatsioon olemas. Peamiseks edasiseks valiku kriteeriumiks oli aga asjaolu, et nende ettevõtete kohta olid pankade analüüsimeeskonnad teinud reitingumuudatusi. Autor usub, et võimalikult paljude

analüütikute poolt kajastatud aktsiate kasutamine aitab paremini mõista, kas analüütikud ja koostatud investeerimisstrateegiad suudavad pikaajaliselt pakkuda väärtuslikku informatsiooni, mis ei ole turu poolt hindades veel kajastunud. Nende aktsiate jälgimise vahemik olenes sellest, millal neid hakati valitud analüüsijate poolt jälgima. Erinevate analüüsijate ning aktsiate katmise algused on leitavad lisades. Analüüsitava perioodi lõpp on kõigi aktsiate puhul 10. mai sulgumishind aastal 2013. Kui selleks ajaks pole reitingu või mõne muu müügisignaali tõttu positsiooni suletud, siis pannakse positsioonid kinni perioodi lõpu hinnaga.

**Tabel 2.1.** Analüüsides kasutatavad Balti börside ettevõtted ja nende tegevusvaldkonnad.

Ettevõtte	Sümbol	Tegevusvaldkond
Arco Vara	ARC1T	kinnisvaraarendus
Baltika	BLT1T	rõivakaubandus
Ekspress Grupp	EEG1T	meedia ja kirjastus
Harju Elekter	HAE1T	telekommunikatsiooniseadmete valmistus ja müük
Merko Ehitus	MRK1T	ehitus
Nordecon International	NCN1T	ehitus
Olympic Entertainment Group	OEG1T	kasiinooperatsioonid ja hotellindus
Premia Foods	PRF1T	külmutatud toiduainete müük
Silvano Fashion Group	SFGAT	naistepesu müük
Tallink Grupp	TAL1T	meretransport
Tallinna Kaubamaja	TKM1T	jae- ja hulgikaubandus, rentimine
Tallinna Vesi	TVEAT	joogivee varustus ja puhastamine
Apranga	APG1L	hulgimüük
City Service	CTS1L	kinnisvara hooldus
Linus Agro	LNA1L	põllumajandus
Pieno Svaigzdes	PZV1L	piimatoodete valmistamine
Siauli Bankas	SAB1L	jaepangandus
Sanitas	SAN1L	farmaatsiatööstus
TEO LT	TEO1L	telekommunikatsioon
Grindeks	GRD1R	farmaatsiatööstus
Olainfarm	OLF1R	farmaatsiatööstus

Allikas: Autori koostatud.

Kõikide strateegiate puhul on algse positsiooni suuruseks arvestatud lihtsuse mõttes 10 000 eurot. Seega portfelli kogusuurus oleneb sinna kuuluvate aktsiate arvust. Osta ja hoia strateegia puhul on raha terveks perioodiks aktsiatesse investeeritud ja vahepealseid realiseeritud kasumeid ja kahjumeid ei teki enne perioodi lõppu. Analüüsijate reitinguid järgivate strateegiate puhul võidakse aga sama ettevõtte

aktsiasse mitu korda siseneda ja väljuda. Sellisel puhul kasutatakse edasiseks investeeringuks alati seda summat, mis eelnevast tehingust alles jäi pärast tehingukulude maksmist. Näiteks kui aktsiasse investeeritud 10 000-st jääb pärast esimese tehingu sulgemist järgi 7 500 eurot. Siis sama aktsiaga võetakse järgmine positsioon 7 500 euro eest. Kasumi puhul kehtib sama loogika.

### 2.3. Aktsiareitingute järgimine

Et lugejal oleks paremini võimalik mõista, mille peale käesolevas analüüsis ostu- ja müügitehinguid tehakse, siis on esmalt oluline mõista analüüsijade meeskondade poolt pakutud reitingusüsteeme. LHV Balti Pro meeskonna poolt aktsiatele pandav reitingusüsteem on iseenesest võrdlemisi lihtne. Aktsiad jagatakse reitingute alusel nelja erineva tugevusega rühma: *buy* (osta), *accumulate* (kogu), *neutral* (neutraalne) ja *sell* (müü). Kaks esimest reitingut on sisult positiivsed ja neljas on negatiivne. SEB Enskilda jagab reitingud kolmeks: *buy* (osta), *hold* (hoia), *sell* (müü). *Sell* reiting väljastatakse siis, kui aktsia kaupleb oma sihist kõrgemal, *hold* puhul on aktsiaväärtus sihile väga lähedal ning *buy* reitingu puhul on aktsia hinnal sihini vähemalt 10% suurune liikumisvõimalus. Swedbank jagab oma reitingud kuueks: osta (siht > +15%), suurenda positsiooni (5% < hinnasiht < 25%), hoia (0% < hinnasiht 10%), vähenda positsiooni (-10% < hinnasiht < 5%), müü (hinnasiht < -5%) ja väldi (aktsia ei vasta esitatud standarditele). Kaks esimest reitingut on positiivsed ja kolm viimast on negatiivsed.

Pankade analüüsides antava informatsiooni väärtuse ja edukuse hindamisel võrreldi mitut erinevat investeerimisstrateegiat. Esimene ja kõige lihtsam strateegia oli tavaline "osta ja hoia" strateegia, mille puhul ei omanud erinevad reitingud investori jaoks mingisugust tähtsust. Investor ostis vaatluse all oleva perioodi jooksul kindla summa eest oma portfellis aktsiaid ja müüs need alles vaatluse all oleva perioodi lõpus maha. Tulemused sellest strateegiast on hilisemate investeerimisstrateegiate võrdlusaluseks. Tasub kindlasti märkida, et erinevate analüüsijade puhul on võrdlusbaasina kasutatava „osta ja hoia“ strateegia tulemused erinevad, sest pangad on hakanud aktsiaid erinevatel aegadel katma. Samuti ei kata kõik pangad täpselt samu aktsiaid. Seega ei ole portfelliide põhjal analüüsijaju omavahel võrrelda. Võrrelda on võimalik ainult konkreetsete pankade tulemusi võrdlusbaasina kasutatava "osta ja hoia" strateegiaga.

Teiseks investeerimise strateegiaks on analüütikute poolt pakutava reitingusüsteemi järgimine. Selle strateegia puhul soetatakse positsioon positiivse reitingu puhul (*buy, accumulate*) ning hoitakse positsiooni seni, kuni analüüsimeeskond annab jälgitavale aktsiale negatiivse (*sell, reduce*) reitingu. Aktsiasse sisenetakse uuesti samadel tingimustel kui aktsiale on väljastatud positiivne reiting (*buy, accumulate*) ning väljutakse järgnevate negatiivsete hinnangute põhjal (*sell, reduce*).

Kolmanda strateegia puhul arvestatakse, et investor on riskikartlikum ning tahab seetõttu positsioonist vabaneda esimeste negatiivsemate märkide tekkimisel. Selle strateegia puhul järgib investor endiselt analüütikute poolt pakutud analüüsi. Ainuke erinevus seisneb selles, et kui investor sarnaselt eelmisele taktikale, ostab aktsiaid positiivsete reitingute puhul (*buy, accumulate*), siis selle strateegia puhul müüb investor oma aktsiapositsiooni maha juba esimese reitingu langetamise põhjal. Nii võib positsiooni sulgemise põhjuseks olla näiteks reitingu langetamine "strong *buy*" pealt "*buy*" peale. Väljumiseni viivad soovitude loogikast tulenevalt ka neutraalsed reitingud (*neutral, hold*). Tehingusse sisenetakse uuesti, kui aktsiasoovitust tõstetakse ning vastav uus soovitus on positiivne (*buy, accumulate*). Selline strateegia toob kaasa kiirema väljumise ja võib mõnes olukorras tuua kaasa rohkem tehinguid, kui pikemaajaliselt aktsiaid hoidev ja reitinguid jälgiv strateegia. Kolmandat strateegiat järgiv investor loodab aktiivsemast tegutsemisest teenida rohkem kasumit, kui on lisatehingutega kaasnev kulu. Kolme strateegia paremaks võrdluseks on ostu- ja müügisignaaliid toodud välja tabelis 2.2.

**Tabel 2.2.** Reitinguid kasutavate strateegiate ostu- ja müügisignaaliid.

STRATEEGIA	OST	MÜÜK
"OSTA JA HOIA"	VAATLUSE ALGUS	VAATLUSE LÕPP
REITINGUD	<i>BUY</i> või <i>ACCUMULATE</i>	<i>SELL</i> või <i>REDUCE</i>
KONSERVATIIVNE	<i>BUY</i> või <i>ACCUMULATE</i>	reitingu langetamine

Allikas: Autori koostatud

Tabelis 2.3 on toodud kõigi kolme strateegia tulemused PANK 1 puhul. Ruumi kokkuhoiu mõttes on kõikide strateegiate puhul välja toodud vaid kaks näitajat, mis on analüüsi seisukohast kõige olulisemad. Teenustasu suurus aitab mõista, kui palju



suuremad on aktiivsest portfelli juhtimisest tulenevad kulutused ning protsentuaalne lõplik kasum tekitab võrdlusvõimaluse erinevate strateegiate kasumlikkuse vahel.

**Tabel 2.3.** Reitinguid järgivate strateegiate tulemused PANK 1 puhul.

PANK 1	Osta ja hoia		Reitingud		Konservatiivne	
	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum
Apranga	58	58.02%	58	58.02%	58	58.02%
Baltika Group	39	-35.56%	31	-78.93%	43	-17.67%
Ekspress Grupp	51	23.93%	140	49.29%	120	20.30%
Grindeks	50	16.54%	50	16.54%	93	2.46%
Harju Elekter	55	43.45%	50	19.59%	105	14.59%
Linas Agro	47	2.56%	47	2.56%	88	2.07%
Merko Ehitus	56	45.06%	53	33.60%	291	85.75%
Nordecon International	51	21.96%	51	21.96%	51	21.96%
Olainfarm (OLF1R)	71	122.10%	71	122.10%	59	63.16%
Olympic Entertainment Group	73	130.44%	73	130.44%	473	104.23%
Premia Foods	42	-20.90%	42	-22.11%	145	2.12%
Siauliu Bankas	48	7.33%	48	7.33%	48	7.33%
Silvano Fashion Group	101	271.45%	115	342.33%	498	364.74%
Tallink	42	-24.08%	78	-1.85%	196	-21.11%
Tallinna Kaubamaja	130	416.88%	121	-2.65%	192	-2.24%
Tallinna Vesi	45	-5.30%	71	-18.96%	73	-18.40%
TEO LT	52	25.71%	99	25.82%	199	18.35%
<b>KOKKU</b>	<b>1011</b>	<b>64.68%</b>	<b>1198</b>	<b>41.48%</b>	<b>2732</b>	<b>41.51%</b>

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Tabelist 2.3 hakkab esmalt kohe silma selge loogika, mis peab paika ka kõigi järgnevate strateegiate ja pankade võrdluste juures. „Osta ja hoia“ loogika on alati tehingutasude poolest kõige odavam, sest selle puhul kulutatakse tehingusse sisenemisel ja väljumisel alati minimaalselt raha. Mida aktiivemalt raha juhitakse, seda suuremaks muutuvad ka tehingutasud. Konservatiivse lähenemise puhul väljub investor esimeste negatiivsete signaalide puhul ja seepärast on ta tihti sunnitud positsiooni hiljem uuesti sisenema. Reitinguid järgiv investor, kes kannatab väiksemad langused rahulikult ära, hoiab selle pealt raha kokku. PANK 1 puhul on näha, et aktiivne portfelli juhtimine ei ole ennast ära tasunud. Peamiseks põhjuseks on siin kohal üks Tallinna Kaubamaja puudutav tehing, mille puhul hakkas PANK 1 Kaubamaja aktsiat väga madalatelt hinnatasemetelt jälgima, kuid ostusoovitus anti oluliselt hiljem, kui aktsia oli juba oluliselt kõrgematel

tasemetel. Vaadates reitinguid järgivaid aktiivsemaid strateegiaid, on võimalik näha, et konservatiivsem ja kiiremini tehingust väljuv strateegia on toonud parema tootluse olenemata suurematest tehingutasudest. "Osta ja hoia" strateegia väljendab väga kenasti, et PANK 1 on oma analüüse koostanud väga tugeval turul. Antud perioodil on aktsiaturud nii palju tõusnud, et aktiivse rahajuhtimisega on pigem lastud mööda häid olukordi, mis oleks kasumeid toonud. Sellist loogikat võib aktsiaturgudel tihti näha, kus headel aegadel jäävad aktsiafondid turukeskmistele alla, kuid keerulisematel aegadel suudetakse aktiivse portfelli juhtimisega suuremaid kaotusi vältida.

**Tabel 2.4.** Reitinguid järgivate strateegiade tulemused PANK 2 puhul.

PANK 2	Osta ja hoia		Reitingud		Konservatiivne	
	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum
Apranga	38	-43.01%	38	-43.01%	347	460.93%
Baltika Group	31	-78.30%	195	381.90%	271	273.58%
City Service AB	35	-56.72%	54	38.52%	166	121.00%
Ekspress Grupp	31	-78.77%	47	1.35%	47	1.35%
Grindeks	39	-39.46%	44	-10.23%	44	-10.23%
Harju Elekter	40	-32.29%	0	0.00%	0	0.00%
Merko Ehitus	72	125.60%	0	0.00%	0	0.00%
Nordecon International	30	-83.66%	30	-82.28%	84	-20.47%
Olainfarm	71	122.80%	71	122.80%	162	121.89%
Olympic Entertainment Group	33	-66.62%	56	45.34%	129	117.22%
Pieno Svaigzdes	43	-15.34%	43	-15.34%	53	32.80%
Premia Foods	41	-29.44%	82	175.52%	41	-29.44%
Sanitas	59	64.86%	60	69.22%	60	69.22%
Silvano Fashion Group	54	39.13%	54	39.13%	54	39.13%
Tallink	43	-16.40%	50	17.15%	50	19.50%
Tallinna Kaubamaja	38	-39.93%	80	-8.94%	104	38.19%
Tallinna Vesi	42	-22.89%	76	-9.76%	136	-19.14%
TEO LT	47	3.58%	48	6.28%	44	-11.25%
<b>KOKKU</b>	<b>787</b>	<b>-13.71%</b>	<b>1028</b>	<b>40.43%</b>	<b>1792</b>	<b>66.90%</b>

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Tabelis 2.4 on välja toodud käsitletud kolme strateegia tulemused PANK 2 kohta. Siinkohal kehtivad samad üldised loogikad nagu PANK 1 puhul, kuid strateegiade vahelised erinevused on oluliselt selgemini välja tulnud. PANK 2 puhul on näha, et analüütikud on suutnud pakkuda selget lisaväärtust, mis on võimaldanud investoritel

oluliselt lüüa tavalist „osta ja hoia“ strateegiat olenemata kõrgematest teenustasudest. Kui PANK 1 õnnestus aktsiate katmist alustada turuliikumise mõttes positiivsel ajal, siis PANK 2 on alustanud Balti Börsi ettevõtete katmist oluliselt nõrgemal turul. Seda väljendab oluliselt nõrgem tulemus „osta ja hoia“ lähenemise puhul. Nõrgast turust olenemata suutis tavaline reitinguid järgiv strateegia tuua investorite portfelli 40,43% suuruse kasvu.

Konservatiivsem strateegia pakkus investoritele suisa 66.90% suurust tootlust, mis seljatas „osta ja hoia“ strateegiat vaadeldava perioodi jooksul võimsa 80.61%-ga. PANK 2 suureks tugevuseks oli hea riskide hindamine ning investorite varajane hoiatamine. Rasketel aegadel langetati reitinguid vägagi kiiresti ning otsustavalt. Seda väljendas tugev kontrast, kus Apranga, Baltika ja City Service-i hiiglaslike languste perioodil õnnestus investoritel reitinguid järgides teenida suuri kasumeid. Konservatiivse strateegi puhul oli positiivne ka asjaolu, et edu ei saavutatud mitte ainult üksikute tugevate tulemustega, vaid kõik analüüsitud aktsiad käitusid võrdlemisi hästi ning ühegi tehingu puhul ei pidanud investor kannatama oluliselt rohkem kui veerandi investeeringu ulatuses.

**Tabel 2.5.** Reitinguid järgivate strateegiate tulemused PANK 3 puhul.

PANK 3	Osta ja hoia		Reitingud		Konservatiivne	
	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum	teenu-tasu	lõplik kasum
Apranga	38	-40.38%	41	-27.82%	69	-32.89%
Arco Vara	27	-97.53%	28	-93.73%	28	-93.73%
Baltika Group	31	-74.90%	31	-74.90%	31	-74.90%
Linas Agro	50	18.80%	50	18.80%	50	18.80%
Merko Ehitus	44	-10.19%	44	-10.19%	120	-4.89%
Nordecon International	30	-80.11%	46	-79.00%	43	-83.30%
Olympic Entertainment Group	39	-38.15%	39	-38.15%	70	-27.19%
Silvano Fashion Group	43	-19.10%	45	-5.51%	45	-5.51%
Tallink	52	26.06%	52	26.06%	105	40.00%
Tallinna Kaubamaja	39	-35.25%	39	-35.25%	66	-45.20%
Tallinna Vesi	56	48.41%	56	49.65%	114	39.56%
TEO LT	48	7.97%	46	-3.28%	46	-3.28%
<b>KOKKU</b>	<b>497</b>	<b>-24.53%</b>	<b>517</b>	<b>-22.78%</b>	<b>787</b>	<b>-22.71%</b>

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Tabelis 2.5 on välja toodud PANK 3 tulemused reitinguid järgivate strateegiate lõikes. Kui PANK 2 puhul oli taustana tegu võrdlemisi nõrga turuga, siis PANK 3 on aktsiaid analüüsima sattunud veelgi nõrgemal turul. Tabelist on näha, et mõlemad reitinguid järgivad strateegiad on suutnud paremaid tulemusi tuua, kui „osta ja hoia“ strateegia. Sellegipoolest pole tegu kaugeltki hea tulemusega, sest ka kõige parema tulemuse puhul oleks investor kaotanud üle 20% oma portfelist. Kui vaadeldav periood on olnud raske, tuleb tunnistada, et PANK 3 ei ole kriisiolukorraga väga operatiivselt toime tulnud. Laias laastus võib reitinguid järgivate strateegiate tulemusi pidada sisuliselt samasugusteks tavalise raha pidevalt turul hoidmisega. Tagant järgi on näha, et reitinguid ei ole õigetel hetkedel negatiivseks hinnatud ja sellest tulenevalt on paljude positsioonide puhul terve langus kaasa liigutud. Seda väljendavad ka madalad teenustasude kulud aktiivsemate strateegiate puhul.

Nagu eelnevatest analüüsides selgub, on lisaks strateegiatele isegi suurem roll analüüsijadel. Kuna analüüsijal ja analüüsijal võib teinekord olla väga suur erinevus, siis on investori jaoks oluline kontrollida huvipakkuvate analüüsijade tulemuslikkust, et valida endale sobivaim.

Kuigi tulemused on analüüsijadel kohati vägagi erinevad, siis tuleb tuua välja ka asjaolu, et analüüsijade edukuse taga on kohati suuresti turu üldine käitumine. Seejuures mängib väga olulist rolli just see, millal analüüsijal on oma aktsiaid hakanud katma. „Osta ja hoia“ strateegia põhjal on näha, et PANK 3 on oma analüüsides katmisega alustanud turule oluliselt ebasoodsamal ajal kui PANK 1. Seepärast on tulemuste hindamise juures absoluutsetest tootlustest isegi olulisemaks näitajaks analüütikute suutlikkus lüüa turgu (osta ja hoia). Sellest seisukohast lähtuvalt oli kõige edukamaks kindlasti PANK 2, kes suutis turgu tugevalt lüüa. Teise koha saavutas PANK 3 oma 1.82% eduga turu ees ning viimasele kohale jäi PANK 1, kelle tulemus jääb paraku turuliikumisele alla.

Kõige olulisemad järeldused, mis kõigist tabelitest ühiselt välja tulevad on see, et kõikidel puhkudel oli reitinguid järgiv konservatiivne strateegia parem kui klassikaline reitingute järgimine. Heaks kinnituseks on asjaolu, et see loogika pidas paika kõikide pankade puhul olenemata turuolukorrast ega analüütikutest. Konservatiivse strateegia edu peitus kindlasti selles, et vaadeldava perioodi sees on valdavaks osaks maailmaturge

räsinud finantskriis ja Eestis aset leidnud kinnisvaramulli lõhkemine. Nimelt reageerib see strateegia oluliselt kiiremini negatiivsetele arengutele ning ei jää väga suuri langusi ootama. Nagu ka teoreetilises pooles on välja toodud, kalduvad analüütikud tihti positiivsusele ning negatiivseid hinnanguid pigem välditakse. Sellest tulenevalt peaksid ka erinevad investeerimisstrateegiad seda kallutatust arvesse võtma ning igasuguseid negatiivseid märke oluliselt tõsisemalt käsitlema kui positiivseid hinnanguid. Konservatiivse käsitluse edu peitubki selle loogika edukas järgimises.

Esimeste testide põhjal on võimalik näha, et lihtsate reitingutel põhinevate strateegiatega on võimalik turge lüüa, kuid seejuures peitub edu suuresti analüüsijate valikus. Õigeid analüüse järgides on võimalik turge selgelt lüüa (PANK 2), samal ajal kui teise panga analüüsid pakuvad turupotentsiaaliga võrreldes keskpäraseid tulemusi (PANK 1). Sellest tulenevalt ei ole käesolevast analüüsist lähtuvalt võimalik üheselt väita, et reitingute järgmine viib alati paremate tulemusteni. On võimalik järeldada, et reitingutel põhinevatest strateegiatest on parimaks konservatiivsem lähenemine, mille puhul sisenetakse positsiooni positiivsete hinnangute tulemusel (*buy, accumulate*) ning positsioonid sulgetakse esimeste negatiivsete märkide järel (*sell, reduce, hold, neutral* või *accumulate*, kui eelmine oli *buy*). Olles vaadelnud esmaseid reitingutel põhinevaid strateegiaid, on võimalik edasi minna järgmiste investeerimisstrateegiade juurde, mis kasutavad teisi infokilde analüütikute poolt väljastatud raportitest.

## 2.4. Sihianalüüs ja konsensushinnangud

Lisaks aktsiasoovitustele ning reitingute muudatustele leidub pankade poolt välja antud analüüsides muudki informatsiooni, mille põhjal on võimalik luua objektiivsetel reeglitel põhinevaid investeerimisstrateegiaid. Järgnevalt uuritakse lähemalt sihtide mõju analüüsi tulemuslikkusele ning konsensushinnangu tõhusust.

Esmalt uurime, kuidas mõjutab aktsiasoovituse tulemuslikkust hinnasihi kaugus praegusest turuhinnast. Analüütikud jõuavad sihthinnani aktsiahinnastamismudelite tulemusel, mille sisendid olenevad suuresti analüütikute poolt aktsiale suunatud ootustest. Sihthind väljendab analüütiku arvamust sellest, milline peaks aktsia õiglane või tegelik väärtus olema. Seega mida kaugemal on hinnasiht, seda rohkem peaks olema

aktsia oma "tegeliku" väärtusega võrreldes allahinnatud. Sellest tulenevalt võiks arvata, et aktsia, mille hinnasiht on kaugemal, omab suuremat potentsiaali teenida investorile häid kasumeid.

Esmase analüüsi koostamiseks on autor jaganud kõik hinnasihid nelja erinevasse kvartiili. Selle esmase analüüsi eesmärgiks on leida, kas teoreetilises osas välja toodud Brav ja Leheavy (2003) poolt leitud tulemused on vaadeldavad ka Balti börside puhul. Selle analüüsi kohaselt eeldaksime me, et positiivsemate hinnasihtidega kaasnevad ka suuremad tulevased hinnaliikumised. Esmase analüüsi tulemused on nähtavad allpool välja toodud tabelis 2.6.

**Tabel 2.6.** Hinnasihi kauguse mõju tehingu tulemuslikkusele.

Kvartiil	Hoitakse uue sihini			Hoitakse 20 päeva		
	tehinguid	võitvaid	kasum	tehinguid	võitvaid	kasum
0% - 25%	62	38.71%	-3.64%	72	41.67%	-2.02%
25% - 50%	62	51.61%	1.79%	72	41.67%	-0.64%
50% - 75%	62	50.00%	0.49%	72	47.22%	-0.89%
75% - 100%	62	62.90%	10.34%	70	41.43%	0.29%

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Tabelist on näha, et on kasutatud kahte erinevat sihtide testimise meetodit. Esimene meetod pealkirja all "hoitakse uue sihini" tähendab, et positsioon avati, kui aktsiale esitati uus hinnasiht. Positsioon sulgetakse taas kord uue hinnasihi väljatoomisel analüütikute poolt. Kui uues raportis kinnitatakse vana hinnasihti, siis tehingus muudatusi ei toimu. Seega oleneb selle strateegia puhul kasumid suuresti, millal uue hinnasihiga välja tullakse ning tehingute hoidmise aeg varieerub tehingult tehingule. Teine meetod pealkirja all "hoitakse 20 päeva" tähendab, et tehingusse sisenetakse hinnasihi peale taas kord uue hinnasihi tekkimisel, kuid positsioonist väljutakse fikseeritud aja pärast, 20 päeva hiljem turu sulgumisel. Hoidmisperioodi pikkus 20 päeva on valitud sellepärast, et see on kõige lähedasem vaste ühele kuule, sest igas kuus on keskmiselt 20 tööpäeva, millal turud on avatud. Selle strateegia puhul on kõigi tehingute hoidmisperiood sama. Põhjus, miks esimese strateegia puhul on tehinguid vähem seisneb selles, et hinnasihi alusel ei võetud tehingut raportite puhul, millele ei järgnenud tulevikus enam hinnasihi muutusi. Sellisel puhul puudub objektiivne põhjus

tehingust väljumiseks. Teise strateegia puhul on välja jäänud tehingud, mille puhul toimus hinnasihi muutus vähem kui 20 päeva enne vaatlusperioodi lõppu, mistõttu polnud antud hetkel võimalik teada, mis hind 20 päeva pärast turul eksisteerib.

Tabelist 2.6 on näha, et esialgne analüüs kinnitab üldjoontes varasemalt välismaal leitud tulemusi hinnasihtide kohta. On näha, et hinnasihtide alumine kvartiil (negatiivsed ja väiksemad hinnasihid) tõid mõlema lähenemise puhul kaasa kõige kehvemad tulevased hinnaliikumised. Keskmise kasum oli selles kvartiilis väljumise loogikast tulenevalt vastavalt kas -3,64% või -2,02% ning kahjum oli suurem kui üheski teises kvartiilis. Samuti on võimalik näha, et ülemine kvartiil, kus on 25% kõige suurematest hinnasihtidest tõi kaasa ka kõige suuremad positiivsed hinnaliikumised, vastavalt 10,34% ja 0,29% keskmiselt tehingu kohta. Keskmised kaks kvartiili pakuvad vastuolulist informatsiooni, kuid mõlemad arvud jäävad selgelt äärmuslike tulemuste vahele ning erilisi väljalööke ei eksisteeri. On huvitav ka märkida, et suuremate hinnasihtidega ei kaasne ainult ka paremad aktsiatootlused, aga ka suurem tõenäosus, et sisenetakse võitvasse positsiooni. Võrreldes kahte alumist ja kahte ülemist kvartiili on võimalik näha, et võitvate tehingute % kasvab koos hinnasihi suurenemisega.

Pärast esmast analüüsi on mõistlik andmeid natuke teistsugusel kujul väljendada nii, et see pakuks investorile rohkem kasutatavat informatsiooni. Järgnevalt jagame hinnasihtide mõju testimiseks kõik väljastatud analüüsid sihi suuruse absoluutnäitaja järgi kuude rühma. Kuus rühma on loodud nii, et erinevate analüüsijade prognoose ei ole eristatud ning grupid on seatud nii, et analüüsides arv igas grupis oleks võrreldav. Sellise jaotuse tulemused on nähtavad tabelis 2.7.

Tablist on taas näha, et varasemast analüüsist välja toodud järeldused kehtivad ka siin, mis on loogiline arvestades, et andmed on samad. Huvipakkuvaks tulemuseks, mida on võimalik tabelist järeldada on asjaolu, et hinnasihid, mis on väiksemad kui 40% ei tundu väga tugevat aktsialiikumist prognoosivat. Eriliselt tulevad esile kolm vahemikku. Esmalt on näha, et negatiivse sihiga ( $< 0\%$ ) aktsiad käituvad tõepoolest raporti väljastamisele järgneval perioodil väga nõrgalt. Kuna me teame, et Balti börsidel lühikeseks müümise võimalus puudub, siis on ainuke praktiline järeldus sellise hinnasihiga aktsiaid investeerimisel vältida. Järgnevalt on huvipakkuvaks vahemikuks hinnasihid, mis on hetke turuhinnast rohkem kui 40% kõrgemal. Strateegiate vahelises

võrdluses on selles vahemikus paremaks valikuks aktsia hoidmine kuni uue hinnasihini (olenemata kas uus siht on kõrgem või madalam). Eriliselt tulevad esile sihid, mis on suuremad kui 100%. Tulemustest on selgelt näha, et analüütikute suur usk aktsiahinna kasvamise potentsiaali on olnud põhjendatud ning pakkunud investoritele häid tootlusi. Lisaks erinevustele keskmistes kasumites on huvitav näha, kuidas hinnasiht mõjutab võitvate tehingute osakaalu. Kui negatiivsete tehingute hinnasihtide puhul on võitvate tehingute osakaal vaid 18%, siis suurimate hinnasihtide hulgas on võitvate tehinguteg osakaal suisa 57.14%.

**Tabel 2.7.** Hinnasihi kauguse mõju tehingu tulemuslikkusele.

Sihi kaugus turuhinnast	Hoitakse uue sihini			Hoitakse 20 päeva		
	tehinguid	võitvaid	kasum	tehinguid	võitvaid	kasum
< 0%	22	18.00%	-6.65%	29	34.48%	-4.07%
0% - 9%	48	52.08%	-1.61%	54	44.44%	-0.38%
10% - 19%	50	56.00%	1.95%	66	45.45%	-0.66%
20% - 39%	69	53.62%	-0.09%	79	45.83%	-0.94%
40% - 99%	46	60.87%	6.21%	51	43.14%	-0.61%
100% <	7	57.14%	47.35%	7	42.86%	7.46%

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Kokkuvõttes võib sihi suuruse kohta järeldada seda, et lisainformatsiooni ja eelist aktsiaturgudel pakub ta juhul, kui on tegu äärmusliku olukorraga. Hetkel on näha, et kui hinnasiht on tavapärasest oluliselt suurem, siis võib ta pakkuda häid tootlusi, ning kui siht on negatiivne, siis tasub analüütikuid usaldada ning aktsiat vältida, sest kasumlike tehingute tõenäosus on vastavas olukorras väga madal.

Lisaks hinnasihi suurusele on võimalik sihtidest välja lugeda ka muud informatsiooni, mis võib investorit otsuste tegemisel aidata. Kui aktsiaretingute puhul oli näha, et reitingu iseloomust isegi olulisem võib olla reitingu muutmise suund, siis pole ka välistatud, et sama loogika kehtib ka sihtide puhul. Võimalik, et sihi suurusest isegi olulisem on asjaolu, kas analüütikud tõstavad sihte või hoopiski langetavad neid. Tihti tuleb ette olukordi, kus analüütikud muudavad aktsiasoovitusi võrdlemisi aeglaselt ning säilitavad enda uskumuse ettevõtte üldisesse käekäiku. Nii võib kriisiolukorras juhtuda, et kiire turu languse olukorras jäävad aktsiad pidevalt osta soovitude peale. Palju kergemini ollakse aga nõus sihte muutma.



Sihi alandamine on aga iseenesest negatiivne signaal, sest see tähendab, et analüütikud on uue informatsiooni lisandumise tagajärjel arvamusel, et aktsiale varasemalt oodatud tõusu sellises mahus ei järgne. Kriisi olukorras hakkavad juba varakult ettevõtete majandusnäitajad nõrgenema ning sellest tulenevalt vähendatakse ka oodatavaid hinnasihte. Sellest tulenevalt võib hinnasihtide langus kiiremini teada anda ettevõtte tumedast tulevikust. Selle teesi uurimiseks on loodud investeerimisstrateegia, kus esimesed positsioonid soetatakse positiivsete reitingute olemasolul (*buy, accumulate*), kuid positsioonist väljutakse hinnasihi alandamisel analüütikute poolt. Järgnev positsioon võetakse uuesti siis, kui hinnasihti tõstetakse ning väljumiseks on vaja taas kord hinnasihi alandamist. Kirjeldatud investeerimisstrateegia tulemused on toodud välja tabelis 2.8.

**Tabel 2.8.** Sihi muutusi järgiva investeerimisstrateegia tulemused.

TEHINGUD SIHI MUUTUSE ALUSEL	PANK 1		PANK 3	
	teenus- tasu	lõplik kasum	teenus- tasu	lõplik kasum
Apranga	113	49.70%	67	-33.51
Arco Vara	-	-	74	-41.67
Baltika Group	76	-49.92%	35	-57.11%
Ekspress Grupp	58	56.09%	-	-
Grindeks	146	10.06%	-	-
Harju Elekter	47	1.28%	-	-
Linax Agro	78	-17.36%	50	18.80%
Merko Ehitus	239	44.02%	101	-31.57%
Nordecon International	159	1.53%	112	-29.63%
Olainfarm	124	85.24%	-	-
Olympic Entertainment Group	200	81.64%	88	-48.60%
Premia Foods	97	2.25%	-	-
Siauliu Bankas	139	6.54%	-	-
Silvano Fashion Group	512	309.09%	91	-7.24%
Tallink	496	433.87%	84	-39.46%
Tallinna Kaubamaja	55	-85.15%	68	-38.67%
Tallinna Vesi	168	-42.70%	95	6.94%
TEO LT	161	42.39%	91	9.14%
<b>KOKKU</b>	<b>2868</b>	<b>54.62%</b>	<b>956</b>	<b>-24.38%</b>

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Analüüsi jaoks on kasutatud PANK 1 ja PANK 3 andmeid, sest nende puhul leidis piisavalt palju analüüse, kus on aktsiasoovitustega koos pidevalt välja antud ka oodatavaid hinnasihte. PANK 2 analüüsides puuduvad varasemate analüüsides puhul hinnasihid, mistõttu on raske antud strateegiat nende raportite puhul rakendada. Iga strateegia tugevus ja nõrkus selgub võrdluses teiste strateegiatega. Seepärast on mõistlik tabelis 2.8 toodud tulemusi võrrelda eelmises alapeatükis välja toodud tulemustega. PANK 1 puhul on tabelis 2.8 toodud strateegia kõige paremaks strateegiaks, kuid jääb endiselt alla võrdlusbaasina kasutatavale "osta ja hoia" strateegiale. PANK 3 puhul on sihimuutustel põhinev strateegia kõige kehvemaks strateegiaks, kuid suudab sellegipoolest edendada "osta ja hoia" strateegiat. Seega tuleb tunnistada, et tulemused sihtidel põhineva strateegia puhul olenevad suuresti konkreetse panga iseärasustest ning mingeid üldisi põhjapanevaid järeldusi teha ei saa.

Viimase strateegiana uuritakse, millist väärtust sisaldab Balti börside kontekstis konsensushinnang. On paratamatu, et Balti börsidel tegutseb võrdlemisi vähe analüüsijaid, mistõttu on üksikute pankade roll konsensushinnangus väga suur. Esimestest analüüsides tuli selgelt välja, et analüütikul ja analüütikul võib olla suur vahe ning sellest tulenevalt võib konkreetne analüüs mõjutada kasumlikkust rohkem kui üldine turu trend. Analüütikute näol on tegu oma ala professionaalidega, kes on börsil kaubeldavate ettevõtete käekäiguga oluliselt rohkem kursis, kui enamik investoreid. Igapäevaelus peab tihti paika loogika, et nii palju kui on inimesi, leidub ka erinevaid arvamusi. Konsensushinnangu põhimõte seisnebki selles, et kui mingil ajahetkel peaksid kõik professionaalidest analüütikud oma arvamustes ühel nõul olema, siis on tõenäoliselt tegu vägagi tugeva arvamusega. Sisuliselt on tegu olukorraga, kus ei leidu kedagi, kes ei usuks välja toodud hinnangutesse.

Varasemates välismaal läbi viidud uuringutes on korduvalt jõutud sarnaste järeldusteni, et konsensushinnang sisaldab endas informatsiooni, mille põhjal on võimalik turgu lüüa ("osta ja hoia" strateegia). Selleks, et uurida selle väite paikapidavust Balti börside näitel on autor vaatluse alla võtnud järgmised investeerimisstrateegiad. Esmalt on uuritud tugevate nõudmistega strateegiat, kus positsioon võetakse siis, kui kõik kolm analüüsijaid omavad vaadeldava aktsia kohta positiivset reitingut. Positsioonist väljutakse siis, kui vähemalt üks analüüsijadest väljastab negatiivse reitingu (*reduce*,

sell). Uuesti sisenemiseks peavad kõik analüüsijad taas kord omama aktsia kohta positiivset reitingut.

Teise strateegia puhul on nõudmised natuke leebemad ja sellest tulenevalt tehakse ka rohkem tehinguid. Seekord piisab positsiooni võtmiseks sellest, et vähemalt üks analüüsijama omab positiivset reitingut ning teised analüüsijad ei oma negatiivset reitingut. See tähendab, et neil võib samal ajal olla neutraalne reiting (*hold, neutral*). Selle strateegia eelduseks on asjaolu, et kui üks analüüsijama omab positiivset arvamust, siis teiste analüüsijade sisuliselt arvamusetu hinnang tuleviku suhtes ei takista positsiooni võtmist. Mõlema strateegia tulemused on toodud tabelis 2.9 koos „osta ja hoia“ strateegia võrdlusega, kus positsioon soetatakse juhul, kui kõik kolm analüüsijama on vaadeldavat aktsiat hakanud katma.

**Tabel 2.9.** Konsensushinnangul põhineva investeerimisstrateegia tulemused.

KONSENSUSHINNANG	Osta ja hoia		Kõik hinnangud positiivsed		Positiivsed või neutraalsed	
	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum	teenus-tasu	lõplik kasum
Apranga	58	58.02%	57	52.19%	58	58.02%
Baltika Group	39	-35.56%	46	-3.59%	127	-46.00%
Merko Ehitus	56	45.06%	0	0.00%	53	33.60%
Nordecon International	51	21.96%	87	-11.77%	112	29.02%
Olympic Entertainment Group	73	130.44%	56	45.34%	73	130.44%
Silvano Fashion Group	43	-19.10%	45	-5.51%	45	-5.51%
Tallink	52	26.06%	52	26.06%	85	11.88%
Tallinna Kaubamaja	39	-35.25%	176	21.69%	274	141.69%
Tallinna Vesi	56	48.41%	0	0.00%	57	50.11%
TEO LT	48	7.97%	45	-7.49%	139	19.84%
<b>KOKKU</b>	<b>515</b>	<b>24.80%</b>	<b>564</b>	<b>11.69%</b>	<b>1023</b>	<b>42.31%</b>

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX ja pankade analüüside põhjal.

Kuna tingimusi aktsiatele on oluliselt rohkem kui eelnevalt uuritud strateegiate puhul, siis leidub ka vähem aktsiaid, mis nendele tingimustele vastaksid. Samuti võetakse nende vähemate aktsiatega vähem tehinguid. Need tegurid on kindlasti väga olulised endale sobiva strateegia valimisel. Antud strateegia ei pruugi ka hea toimimise juures aktiivsetele investoritele sobida, sest osasid tehinguid tuleb mõnikord mitu kuud oodata. Testidest tuli välja, et väga rangete reeglite kasutamine on „osta ja hoia“ strateegiaga

võrreldes portfelli tootlikkust vähendanud. Teine strateegia, mis lubab osadel analüüsijatel ka neutraalseid hinnanguid omada, tõi investorile aga oluliselt parema tootluse kui „osta ja hoia“ strateegia. Märkimist väärib asjaolu, et antud strateegia hoiab raha turul lühemat aega, kui „osta ja hoia“ strateegia ning suudab sellegipoolest seda võrdlusbaasi tugevalt ületada. Antud analüüsist lähtuvalt võib järeldada, et ka Balti börsidel sisaldab konsensushinnang informatsiooni, mis aitab investoritel kasumeid teenida ja turgu lüüa. Vaadeldava perioodi jooksul suutis väiksemate nõudmistega konsensushinnangute strateegia turgu 17,51% lüüa.

Konsensushinnangu tugevus seisneb kindlasti selles, et ta aitab investoril hajutada analüüsijast ja konkreetsetest analüütikutest tulenevat riski. Analüütikute näol on tegu siiski inimestega ning paratamatult teevad kõik inimestel oma pika tegutsemise jooksul mitmeid vigu. Konsensushinnangu puhul taanduvad need vead suuresti välja, sest üldiselt tegutsevad analüüsijad väga professionaalselt ning kui kõik jagavad usku mõne ettevõtte tuleviku kohta, siis on oluliselt suurem tõenäosus, et nende poolt püstitatud loogika peab ka reaalsuses paika.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva bakalaureusetöö käigus uuriti efektiivse turu hüpoteesi ja selle mõju finantsturgude analüüsimisele ning soovitudel põhinevate investeerimisstrateegiate kasumlikkusele. Efektiivse turu hüpoteesi nõrgemate vormide korral on finantsturgudel kasumit võimalik teenida vaid juhul kui investorid omavad informatsiooni, mis ei ole veel aktsiahinda täielikult sisse arvestatud. Seejuures võivad abiks olla erinevad analüüsijad, kes pakuvad omapoolseid teadmisi. Kasvava informatsioonivoolu keskkonnas on oluline ümbritsevat objektiivselt hinnata, et teha vahet olulisel ning mitteolulisel. Lisaks sellele, et analüüsijade poolt väljastatud soovitude väärtust on võrdlemisi vähe uuritud, eksisteerib ka kartus, et teenuse pakkujatel võib esineda motiive ebaadekvaatse informatsiooni pakkumiseks. Paraku ei lõppe probleemid ka eeldusega, et analüütikute poolt väljastatav informatsioon tõepoolest sisaldab endas vajalikku ja adekvaatset informatsiooni. On võimalik, et aktiivsema portfelli juhtimisega kaasnevad riskid ja suurenevad teenustasud muudavad ka olulise informatsiooni reaalsuses kasutuskõlbmatuks.

Kuigi analüütikute soovitudest tundub esmapilgul väga palju probleeme kaasnevat, siis on varasemad välismaal läbi viidud uurimused sellegipoolest leidnud, et investeerimispankade analüüsimeeskonnad on ajalooliselt suutnud oma analüüsidega turge lüüa. Seega on välismaal leitud, et investorid suudaksid turukeskmistest suuremaid kasumeid teenida, kui nad järgiksid pidevalt analüüsijade prognoose. Sarnaste tulemusteni jõuab ka käesoleva bakalaureusetöö autor Eesti turgude puhul.

Eestis tegutsevate analüütikute näol, kes väljastavad analüüse Balti börsidel noteeritud aktsiate kohta, tuleb tunnistada, et klassikaliste reitinguid järgivate strateegiate puhul mängivad suurimat rolli pankadevahelised erinevused. Analüüsist tuli välja, et samal ajal kui üks pank võib olla suuteline turukeskmisi tohutult edestama, võib teine pank oma tegevuses "osta ja hoia" strateegiale korralikult alla jääda. Seejuures mängib

kindlasti olulist rolli nii turu üldine keskkond kui ka analüüsimeeskondade võimekus. Väga tugeval turul on aktiivse portfelli juhtimisega võrdlemisi keeruline võrdlusbaasist tugevamaid tootlusi näidata samal ajal kui nõrgemal turul võib kehva positsiooni sulgemine tohtu eelise tekitada. Seepärast on tavaliste reitingute järgimise puhul vajalik pankade tausta põhjalikult uurida ja leida enda jaoks parim valik. Kui pangavalik on tehtud, siis tasub alati otsustada konservatiivsema strateegia kasuks, kus tehingust väljutakse juba esimeste negatiivsete signaalide põhjal (reitingu langetamine). Konservatiivse strateegia tugevus seisneb selles, et ta reageerib negatiivsetele signaalidele kiiremini kui positiivsetele reitingutele ning tänu sellele arvestab ta analüütikutele omase positiivsusele kallutatusega.

Sihtide analüüs kinnitas varasemate uurimuste tulemusi, näidates, et suuremate ja positiivsemate hinnasihtidega kaasnevad ka suuremad kasumid pärast aktsia soetamist. Selline tendents tundub võrdlemisi loogiline arvestades, et analüütikute poolt väljastatud hinnasihid on otseselt seotud nendepoolsete ootustega aktsia tulevasele hinnaliikumisele. Nii väljendab suurem hinnasiht analüütikute tugevamat kindlust aktsia tuleviku suhtes. Andmeanalüüsist tuli selgelt välja, et eemale tasuks hoida aktsiatest, millele on väljastatud negatiivne hinnasiht. Samal ajal tuleks olla valmis aktsiate soetamiseks suurte sihtide puhul. Selgeid kasumeid tõid aktsiad, mille hinnasiht oli suurem kui 40% ning eriti märkimisväärt tõusu nägid aktsiad, mille eeldatav kasv väärtus oli rohkem kui 100% kõrgemal hetke turuhinnast. Sihi enda muutusel põhinevate investeerimisstrateegiade kasumlikkus oli aga vastuoluline ning olenes taas rohkem pankadevahelistest erinevustest kui strateegiast endast. Seepärast ei ole võimalik üheselt väita, et sihimuutustel põhinev strateegia oleks parem kui klassikalised reitinguid järgivad strateegiad.

Viimase strateegiana uuriti konsensushinnangu efektiivsust Balti börsi ettevõtete analüüsimisel. Konsensushinnangu iseloomust tulenevalt peab aktsiasse sisenemisel olema suurem hulk tingimusi täidetud, mistõttu pakub vastav strateegia oluliselt vähem tehinguid kui varasemad lähenemised. Sellegipoolest on konsensushinnangul põhinev strateegia väga heaks võimaluseks Balti börsi jälgivatele investoritele. Empiirilise analüüsi tulemusel sai kinnitust varasemate uuringute põhjal leitu, et konsensushinnang suudab investoritele pakkuda informatsiooni, mille alusel on võimalik langetada

kasumlikke investeerimisotsuseid. Konsensushinnangul põhinevate strateegiate näol on kõige mõistlikum kasutada leebemat versiooni, mille põhjal ostetakse aktsiaid juhul kui vähemalt üks analüüsijama on aktsiale andnud positiivse hinnangu ning teised ei oma samal ajal negatiivset reitingut. Positsioonist väljutakse, kui üks analüüsijadest tuleb välja negatiivse soovitusena.

Selliste tulemuste põhjal leiab autor, et väikeinvestoritel, kellel pole võimalik turgudel tegutsevate ettevõtete tegevusega pidevalt kursis olla ja võimalikke tuleviku tegevusi prognoosida või puuduvad selleks lihtsalt vajalikud oskused, on mõistlik järgida analüütikute konsensushinnangut ning tegutseda sellele vastavalt. Samuti tasub jälgida üksikute investeerimispankade analüüse, kuid enne tuleb kindlasti teha vajalik eeltöö, et teha kindlaks kui võimekas on vastava panga analüüsimeeskond. Reitingute järgimisel tasub samuti silmad lahti hoida hinnasihtide suhtes. Eemale tasub hoida negatiivse hinnasihiga aktsiatest ja lisakindlust peaks andma asjaolu, kui hinnasiht on suurem kui 40%. Kuigi aktiivne portfelli juhtimine toob endaga kaasa suuremad kulutused teenustasudele, tuleb tunnistada, et vastav lisakulu on oluliselt väiksem, kui potentsiaalne kahju, kui ei järgita analüütikute poolt välja toodud hoiatusi.

Antud töö autor leiab, et eelpool käsitletud teemasid tasuks kindlasti edasi uurida ja on mitmeid suundi, millega oleks võimalik tulevikus edasi tegutseda. Käesolevas bakalaureusetöös on vaadeldud võrdlemisi klassikalisi reitingutel põhinevaid strateegiaid ning on selge, et ühe uurimuse raames ei ole mõtet liiga laiali valguda. Tulevikus oleks võimalik katsetada mitmesuguseid alternatiivseid versioone klassikalistest reitinguid järgivatest strateegiatest. Samuti on võimalik kombineerida olemasolevaid strateegiaid. On näiteks võimalik kasutada tavapärase reitinguid järgivat strateegiat, kuid siseneda positsioonidesse ainult siis, kui aktsiale esitatud hinnasiht on vähemalt 40% kaugusel praegusest turuhinnast. Tunduks loogiline, et sellisel puhul võiks eeldada paremaid keskmise tehingu tootluse näitajaid. Samal ajal tuleks aga arvestada, kas sellise strateegia puhul oleks piisavalt tehinguid, et oleks võimalik mingisugust hinnangut anda. Samuti tuleb arvestada võimalusega, et liigse optimeerimise tagajärjel võivad tulemused muutuda ebareaalseteks ning praktikas ei pruugi strateegia nii hästi toimida kui varasem testimine on näidanud.

Samuti on huvitav vastavat analüüsi tulevikus jätkata. Kuigi aastate jooksul on tekkinud tohutu hulk aktsiasoovitusi ja Eesti turu jaoks on tegu pika perioodiga, siis tuleb siiski tunnistada, et paari aasta pikkune analüüsiperiood ei pruugi olla piisavalt pikk, et teha põhjanevaid järeldusi. Elades läbi mitmed tõusvad ja langevad turud oleks võimalik selgemini järeldada, kuidas suudavad analüütikud ennast erinevatele turuolukordadele kohandada. Nii nagu turud on pidevas muutumises, nii peaks arenema ka käesolev töö, et analüütikute poolt pakutava informatsiooni kasulikkust jooksvalt hinnata.



## VIIDATUD ALLIKAD

1. Analyzing Analyst Recommendations. Securities and Exchange Commission [<http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>]. 13.05.2013.
2. **Bradshaw, Mark T.** The Use of Target Prices to Justify Sell-Side Analysts' Stock Recommendations - Accounting Horizons, 2002, Vol. 16, No. 1, pp. 27-41.
3. **Brav, Alon; Lehavy, Reuven.** An Empirical Analysis of Analysts' Target Prices: Short-term Informativeness and Long-term Dynamics - The Journal of Finance, 2003, Vol. 58, No. 5, pp. 1933-1968.
4. **Brown, Ken.** Analysts' Top Stock Picks Get Failing Grade on Risk Meter - Wall Street Journal, 2001, Vol. 238, No. 32, 2p.
5. **Cairncross, Alec.** Economic Forecasting - The Economic Journal, 1969, Vol. 79, No. 316, pp. 797-812.
6. **Conrad, Jennifer; Cornell, Bradford; Landsman, Wayne R.; Rountree, Brian R.** How Do Analyst Recommendations Respond to Major News? - Journal of Financial & Quantitative Analysis, 2006, Vol. 41, No. 1, pp. 25-49.
7. **Cramer, James J.** Jim Cramer's Real Money. Sane Investing in an Insane World. New York: Simon & Schuster, 2005, 300 p.
8. **Dimson, Elroy; Marsh, Paul.** An Analysis of Brokers' and Analysts' Unpublished Forecasts of UK Stock Returns - The Journal of Finance, 1984, Vol. 39, No.5, pp. 1257-1292.
9. **Douglas, Mark.** Trading in the Zone: Master the Market with Confidence, Discipline and a Winning Attitude. United States of America: Prentice Hall Press, 2001, 240 p.

10. **Elton, E. J.; Gruber, M. J.** Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 5th ed. United States of America: John Wiley & Sons, Inc. 1995, 715p.
11. **Elton, Edwin J; Gruber, Martin J; Grossman, Seth.** Discrete Expectational Data and Portfolio Performance - The Journal of Finance, 1986, Vol. 41, No. 3, pp. 699-713.
12. Equity and Fixed Income. CFA Program Curriculum, Volume 5, Level I 2008. Pearson Custom Publishing, 2008, 516p.
13. **Ertimur, Yonca; Sunder, Jayanthi; Sunder, Shyam V.** Measure of Measure: The Relation between Forecast Accuracy and Recommendation Profitability of Analysts - Journal of Accounting Research, 2007, Vol. 45, No. 3, pp. 567-606.
14. **Fama, Eugene F.** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work - Journal of Finance, 1970, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.
15. **Fama, Eugene F.** Efficient Capital Markets: II - The Journal of Finance, 1991, Vol. 46, No. 5, pp. 1575-1617.
16. **Fama, Eugene F.** Random Walks in Stock Market Prices - Financial Analysts Journal, 1965, Vol. 21, No. 5, pp. 55-59.
17. **Fama, Eugene F.** The Behavior of Stock-Market Prices - Journal of Business, 1965, Vol. 38, No. 1, pp. 34-105.
18. **Francis, Jennifer; Philbrick, Donna.** Analysts' Decisions as Product of a Multi-Task Environment - Journal of Accounting Research, 1993, Vol. 31, No. 2, pp. 215-230.
19. **Grossman, Sanford J.; Stiglitz, Joseph E.** On the Impossibility of Informationally Efficient Markets - American Economic Review, 1980, Vol. 70, No. 3, pp. 393-408.
20. Hansapanga ajalugu. Swedbank [<https://www.swedbank.ee/about/contact/-story/hansabank?language=EST>] 13.05.2013.
21. **Hobbs, Jeffrey; Kovacs, Tunde; Sharma, Vivek.** The Investment Value of the Frequency of Analyst Recommendation Changes for the Ordinary Investor - Journal of Empirical Finance, 2012, Vol. 19, No. 1, pp. 94-108.

22. **Howe, John S.; Unlu, Emre; Yan, Xuemin (Sterling).** The Predictive Content of Aggregate Analyst Recommendations - Journal of Accounting Research, 2009, Vol. 47, No. 3, pp. 799-821.
23. **Hsiou-wei Lin, William; McNichols, Maureen F.** Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations - Journal of Accounting & Economics, 1998, Vol. 25, No. 1, pp.101-127.
24. **Kukemelk, Joel.** Aktsiaturgude ebaratsionaalsuse põhjused ja ilmingud USA näitel. TÜ rahanduse õppetool, 2010, 101 lk. (magistritöö)
25. **Michaely, Roni; Womack, Kent L.** Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations - Review of Financial Studies, 1999, Vol. 12, No. 4, pp. 653-686.
26. **Mikhail, Michael B.; Walther, Beverly R.; Hillis, Richard H.** Do Security Analysts Improve Their Performance with Experience - Journal of Accounting Research, 1997, Vol. 35, No. 3, pp. 131-157.
27. **Morgenson, Gretchen.** See no evil, speak no evil. Forbes, 1997, Vol. 160, No. 13, pp. 162-167.
28. Nasdaq OMX Balti koduleht. Nasdaq OMX [<http://www.nasdaqomxbaltic.com>]. 13.05.2013.
29. SEB Enskilda. SEB [[merchantbanking.sebgroup.com/how-we-work/SEB-history/timeline/](http://merchantbanking.sebgroup.com/how-we-work/SEB-history/timeline/)] 13.05.2013.
30. **Steenbarger, Brett N.** The Daily Trading Coach: 101 Lessons for Becoming Your Own Trading Psychologist. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009, 349 p.
31. **Taleb, Nassib N.** The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. Great Britain: Allen Lane, 2007, 203 p.
32. **Tharp, Van K.** Trade Your Way to Financial Freedom. United States of America: McGraw-Hill, 2006, 343 p.

33. Tutvustus. LHV Pank. [[www.lhv.ee/ettevotest/tutvustus/](http://www.lhv.ee/ettevotest/tutvustus/)] 13.05.2013.

34. **Veskimägi, Mart.** Efektiivse turu hüpoteesi empiiriline testimine Tallinna Börsil. TÕ rahanduse õppetool, 2006, 123 lk. (magistritöö)

## LISAD

Lisadena on välja toodud ainult need hinnasihid, millega analüütikud muutsid aktsiale väljastatud hinnasihti või reitingut, sest nendes kajastuv informatsioon on vajalik empiiriliseks analüüsiks.

### LISA 1. Aprangale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn. <sup>1</sup>	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
22.02.12	Buy	2.35	1.57	28.02.07	Acc <sup>2</sup>	-	4.34	17.12.07	Hold	4.67	4.15
14.09.12	Buy	2.15	1.97	02.11.07	Neut	-	5.21	23.01.08	Buy	4.67	3.43
9.11.12	Buy	2.35	2.07	01.12.09	Buy	-	0.66	30.07.08	Buy	2.61	1.77
1.03.13	Buy	2.51	2.53	23.12.10	Neut <sup>3</sup>	-	2.04	9.02.12	Buy	1.88	1.56
10.05.13	kinni	-	2.49	25.02.11	Neut	1.8-2	1.98	3.05.12	Hold	2	1.92
				02.03.12	Buy	2.05-2.25	1.63	8.08.12	Hold	2.1	1.91
				13.09.12	Buy	2.25-2.45	1.96	7.11.12	Buy	2.35	2.07
				10.05.13	kinni	-	2.49	22.02.13	Hold	2.7	2.51
								10.05.13	kinni	-	2.49

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

<sup>1</sup> Tabelites on tihti ruumi kokkuhoiu mõttes kasutatud Hinnangu asemel lühendit Hinn.

<sup>2</sup> Tabelites on ruumi kokkuhoiu mõttes kasutatud hinnagu Accumulate (lisa)asemel lühendit Acc.

<sup>3</sup> Tabelites on ruumi kokkuhoiu mõttes kasutatud hinnagu Neutral (netraalne) asemel lühendit Neut.

**LISA 2. Arco Varale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

<b>PANK 3</b>			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
26.07.2007	Buy	3.05	41.2
21.08.2007	Buy	3.05	40.59
08.11.2007	Buy	2.8	30.95
30.11.2007	Buy	2.8	30.75
16.06.2008	Buy	1.5	15.47
01.09.2008	Buy	1.5	15.47
22.12.2008	Buy	0.8	3.62
11.12.2008	Buy	0.8	3.42
21.11.2011	Sell	2.5	2.7
01.12.2011	Sell	2.5	2.5
27.02.2012	Sell	2	2.12
10.05.2013	sulgemine	-	1.13

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

### LISA 3. Baltikale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
08.10.09	Buy	3.71	1.45	05.01.06	Buy	-	4.27	17.12.07	Buy	4.7	3.7
03.01.11	Acc	1.33	1.2	25.04.06	Neut	-	4.8	30.07.08	Buy	2.5	1.6
06.05.11	Acc	1.35	0.98	26.07.06	Buy	-	4.33	10.05.13	kinni	-	0.94
15.09.11	Hold	0.67	0.6	26.09.06	Neut	-	5.28				
22.02.12	Sell	0.65	0.31	28.03.07	Acc	-	8.38				
12.07.12	Neut	0.55	0.39	22.05.07	Neut	-	7.9				
14.09.12	Sell	0.55	0.53	24.07.07	Sell	-	7.05				
23.11.12	Neut.	0.55	0.54	05.11.09	Neut	-	0.73				
4.01.13	Sell	0.55	0.63	03.03.10	Sell	-	0.69				
10.05.13	kinni	-	0.94	17.08.10	Neut	-	0.84				
				07.09.11	Neut	0.7-0.8	0.61				
				21.12.11	Buy	0.45-0.5	0.32				
				28.05.12	Buy	0.6-0.65	0.37				
				28.08.12	Buy	0.75-0.85	0.56				
				22.04.2013	Buy	0.9-1	0.79				
				10.05.2013	kinni	-	0.94				

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

#### LISA 4. City Service'ile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
05.06.2007	Neutral	-	4.08
16.06.2009	Buy	-	1.28
15.04.2011	Neutral	2.75-3	2.85
15.10.2012	Buy	2-2.2	1.78
10.05.2013	kinni	-	1.78

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

#### LISA 5. Harju Elektrile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
06.08.2009	Hold	1.91	1.75	28.02.2007	Neutral	-	3.7
27.05.2010	Buy	2.77	2.29	10.05.2013	kinni	-	2.52
10.11.2010	Hold	2.99	2.84				
29.04.2011	<i>Accumulate</i>	3.4	2.95				
12.07.2012	Strong Buy	3	2.33				
1.02.2013	UR <sup>4</sup>	-	2.75				
10.05.2013	kinni	-	2.52				

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

<sup>4</sup> Tabelites on ruumi kokkuhoiu mõttes kasutatud hinnagu Under Review (vaatluse all) asemel lühendit UR.



**LISA 6. Ekspress Grupile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
16.11.2009	Buy	1.4	0.9	31.07.2007	Neutral	-	5.2
29.09.2010	Accumulate	1.68	1.42	12.05.2008	Sell	-	2.64
11.02.2011	Reduce	1.72	1.73	11.08.2009	Neutral	-	0.93
09.05.2011	Buy	1.72	1.43	08.01.2010	katmise lõpp	-	0.93
10.06.2011	Buy	1.7	1.41	06.09.2011	Buy	1.5-1.65	1.1
22.02.2012	Strong Buy	1.4	1.13	5.09.2012	Buy	1.6-1.75	1.11
15.03.2013	Strong Buy	1.3	1.06	15.03.2013	Buy	1.6-1.76	1.06
12.04.2013	Buy	1.3	1.1	29.04.2013	Buy	1.4-1.7	1.11
10.05.2013	kinni	-	1.12	8.05.2013	Buy	1.4-1.8	1.14
				10.05.2013	kinni	-	1.12

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 7. Grindeksile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
25.09.2009	Buy	9.25	6.69	07.02.2007	Neutral	-	12.85
14.05.2010	Buy	12.24	8.68	16.09.2010	Buy	-	8.68
25.02.2011	Buy	12.24	9.75	27.01.2011	Buy	14.24-15.66	9.88
22.02.2012	Buy	7.85	7.11	12.09.2011	Buy	12.51-13.79	7.65
14.09.2012	Strong Buy	8.99	6.59	28.03.2012	Buy	10.67-11.67	6.63
30.11.2012	Buy	7.85	6.6	4.01.2013	Buy	6.8-7.5	6.79
15.03.2013	Strong Buy	9.56	7.47	10.05.2013	kinni	-	7.83
10.05.2013	kinni	-	7.83				

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 8. Linas Agrole antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
23.04.2010	Buy	0.88	0.66	1.10.2012	Buy	0.79	0.57
22.02.2012	Buy	0.75	0.47	11.03.2013	Buy	0.85	0.67
12.07.2012	Strong Buy	0.75	0.53	10.05.2013	sulgemine	-	0.68
14.09.2012	Buy	0.64	0.58				
14.12.2012	Strong Buy	0.75	0.58				
28.03.2013	Strong Buy	0.95	0.7				
10.05.2013	kinni	-	0.68				

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

## LISA 9. Merkole antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
02.10.09	Hold	5.61	5.02	28.05.09	Neut	-	3.23	01.09.08	Buy	17.5	8.1
11.01.10	Buy	7.81	5.45	18.01.11	Neut	9.1-10.1	9.4	08.10.08	Buy	9	4.8
26.08.10	Buy	8.8	7.32	16.09.11	Neut	6.2-6.9	5.7	21.11.11	Hold	6.22	5.7
20.01.11	Acc	10.31	9.39	28.09.12	Neut	6.2-6.10	6.08	8.05.12	Buy	6.5	5.74
30.05.11	Acc	8.84	7.8	5.04.13	Neut	7.25-7.85	7.05	7.08.12	Hold	6.5	7
18.11.11	Buy	6.71	5.97	10.05.13	kinni	-	7.31	9.11.12	Hold	6.1	5.99
16.02.12	Acc	6.63	6.15					15.02.13	Buy	7.3	6.5
22.02.12	Buy	7.2	6.5					10.05.13	kinni	-	7.31
12.07.12	Neut	6.5	6.32								
14.09.12	Neut	6.64	6.32								
16.11.12	Neut	6.5	5.99								
1.03.13	Buy	7.2	6.58								
12.04.13	Neut	7.2	7.2								
10.05.13	kinni	-	7.31								

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 10. Nordeconile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
02.06.09	Buy	2.03	0.89	19.02.07	Neut	-	6.55	26.10.07	Buy	6.75	5.4
06.07.10	Buy	2.06	1.28	09.03.07	Acc	-	6.05	28.01.08	Buy	6	4
30.11.10	Buy	1.68	1.31	25.09.07	Neut	-	5.4	08.10.08	Buy	3.5	2.3
2.12.10	Buy	1.68	1.35	12.01.11	Neut	1.4-1.6	1.45	21.11.11	Hold	1.04	0.95
31.03.11	Buy	1.72	1.37	28.06.11	Buy	1.5-1.65	1.3	9.05.12	Hold	1.2	1.15
22.02.12	Buy	1.3	0.95	9.04.13	Neut	1.05-1.2	1.17	11.05.12	Hold	1.15	1.14
12.07.12	Buy	1.35	1.14	10.05.13	kinni	-	1.09	3.08.12	Sell	1.09	1.19
1.03.13	Buy	1.3	1.15					17.10.12	Sell	1.04	1.15
10.05.13	kinni	-	1.09					14.02.13	Buy	1.45	1.12
								10.05.13	kinni	-	1.09

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 11. Olainfarmile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
23.02.2011	Buy	4.54	3.2	27.01.2011	Buy	3.85-4.27	3.19
28.02.2011	Buy	4.54	3.4	17.06.2011	Buy	4.69-5.12	3.98
22.02.2012	Buy	5.85	4.21	06.12.2011	Buy	4.98-5.41	3.5
12.07.2012	Strong Buy	5.71	4.34	3.10.2012	Buy	3.5-3.8	4.25
14.09.2012	Strong Buy	5.28	4.31	18.12.2012	Buy	4.2-4.6	5.21
14.12.2012	Strong Buy	5.71	5.18	10.05.2013	kinni	-	7.13
21.12.2012	Buy	5.85	5.24				
8.03.2013	Buy	6.85	5.82				
10.05.2013	kinni	-	7.13				

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

## LISA 12. Olympicule antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
07.01.10	Buy	1.19	0.77	26.02.07	Neut	-	5.28	14.03.08	Buy	4	2.86
01.03.10	Hold	1.19	1.19	11.12.07	Sell	-	3.8	15.09.08	Buy	2.75	1.68
01.06.10	Acc	1.38	1.22	31.08.09	Neut	-	0.6	14.01.11	Hold	1.7	1.63
15.11.10	Hold	1.58	1.43	21.01.10	Buy	-	1.22	22.02.11	Hold	1.75	1.66
30.11.10	Acc	1.58	1.4	10.01.11	Neut	1.5-1.7	1.62	16.03.11	Buy	1.75	1.44
01.01.11	Hold	1.7	1.49	30.08.11	Buy	1.5-1.8	1.08	30.08.11	Buy	1.47	1.08
12.04.11	Acc	1.7	1.56	28.05.12	Buy	1.65-1.85	1.26	1.03.12	Buy	1.57	1.3
03.11.11	Buy	1.7	1.2	14.09.12	Buy	1.85-2.05	1.42	2.05.12	Buy	1.65	1.42
04.01.12	Buy	1.6	1.14	10.05.13	kinni	-	1.78	25.02.13	Buy	1.95	1.76
22.02.12	Buy	1.95	1.29					28.02.13	Buy	2	1.86
12.07.12	Str. Buy <sup>5</sup>	1.95	1.34					26.04.13	Hold	2.1	1.86
14.09.12	Str. Buy	1.7	1.42					10.05.13	kinni	-	1.78
19.10.12	Buy	1.7	1.56								
2.11.12	Str. Buy	1.95	1.56								
18.01.13	Buy	1.95	1.8								
1.03.23	Str. Buy	2.25	1.87								
3.05.13	Buy	2.1	1.76								
10.05.13	kinni	-	1.78								

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

<sup>5</sup> Tabelites on ruumi kokkuhoiu mõttes kasutatud hinnagu Strong buy (tugev ost) asemel lühendit Str. Buy.

**LISA 13. Pieno Svaigzdesile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
22.08.2006	Buy	-	1.14
01.03.2007	Neutral	-	1.52
17.09.2009	katmise lõpp	-	0.97

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 14. Premia Foodsile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
15.06.2010	Buy	1.04	0.83	27.04.2010	Buy	-	0.93
10.03.2011	Accumulate	1.02	0.91	21.01.2011	Buy	1-1.1	0.95
12.07.2012	Buy	0.75	0.72	09.12.2011	Buy	0.9-1	0.65
14.09.2012	Neutral	0.8	0.68	8.05.2013	Buy	0.85-0.95	0.68
12.10.2012	Buy	0.8	0.66	10.05.2013	kinni	-	0.66
16.11.2012	Buy	0.75	0.64				
1.02.2013	UR	UR	0.65				
10.05.2013	kinni	-	0.66				

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 15. Sanitasele antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 2			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
27.01.2011	Buy	6-6.6	5.5
09.06.2011	Sell	6-6.7	9.34
10.05.2013	kinni	-	9.1

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 16. Siauliu Bankasele antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
22.02.2012	Buy	0.29	0.256
14.09.2012	Buy	0.28	0.23
19.10.2012	Buy	0.29	0.226
28.03.2013	Buy	0.32	0.258
12.04.2013	Buy	0.3	0.265
26.04.2013	Buy	0.32	0.269
10.05.2013	kinni	-	0.276

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.



## LISA 17. Silvanole antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
25.09.09	Buy	1.31	0.69	02.08.10	Buy	-	1.84	14.03.08	Buy	4	2.86
09.04.10	Buy	1.77	1.5	30.12.10	Buy	3.45-3.75	2.79	15.09.08	Buy	2.75	1.68
18.11.10	Acc	3.44	3.03	09.03.11	Buy	4.1-4.5	3.18	14.01.11	Hold	1.7	1.63
11.05.11	Acc	3.86	3.28	10.08.11	Buy	4.45-4.9	2.85	22.02.11	Hold	1.75	1.66
27.05.11	Acc	3.7	3.24	16.11.11	Buy	4.6-5.1	3.35	16.03.11	Buy	1.75	1.44
09.08.11	Buy	4.02	2.98	10.05.13	kinni	-	2.57	30.08.11	Buy	1.47	1.08
01.11.11	Buy	4.4	3.12					1.03.12	Buy	1.57	1.3
22.02.12	Neut	3	3.24					2.05.12	Buy	1.65	1.42
14.09.12	Str. Buy	4.5	3.11					25.02.13	Buy	1.95	1.76
21.09.12	UR	-	3.06					28.02.13	Buy	2	1.86
1.03.13	Neut	2.9	2.62					26.04.13	Hold	2.1	1.86
10.05.13	kinni	-	2.57					10.05.13	kinni	-	1.78

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 18. Tallinikile antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
14.12.05	Hold	5	1.31	12.01.06	Sell	-	1.19	15.04.08	Buy	1.2	0.79
20.07.06	Buy	4.8	0.9	29.09.06	Neut	-	0.98	23.10.08	Buy	0.8	0.34
09.03.07	Buy	1.51	1.35	17.01.11	Buy	1.05-1.15	0.85	17.10.10	Buy	0.84	0.73
03.09.07	Acc	1.5	1.31	4.06.12	Buy	0.95-1.05	0.61	11.01.11	Hold	0.89	0.87
15.11.07	Buy	1.5	1.04	4.04.13	Neut	0.95-1.06	1.02	14.03.11	Buy	0.95	0.78
17.11.08	Buy	0.66	0.36	10.05.13	kinni	-	1	06.07.11	Buy	0.94	0.77
11.05.09	Buy	0.6	0.38					11.10.11	Buy	0.89	0.63
19.08.09	Hold	0.38	0.33					14.02.12	Buy	0.86	0.62
26.10.09	Buy	UR	0.41					17.05.12	Buy	0.84	0.63
03.11.09	Buy	0.57	0.39					4.07.12	Buy	0.87	0.61
04.02.10	Red	UR	0.58					26.02.13	Buy	1.05	0.89
13.05.10	Buy	0.79	0.65					10.05.13	kinni	-	1
07.02.11	Hold	0.95	0.86								
08.03.11	Hold	0.9	0.84								
08.04.11	Acc	0.9	0.79								
03.10.11	Buy	1	0.58								
12.07.12	Str. Buy	1	0.62								
14.09.12	Str. Buy	0.95	0.7								
16.11.12	Str. Buy	1	0.72								
11.01.13	Buy	1	0.91								
5.04.13	Neut	1.05	1.02								
10.05.13	kinni	-	1								

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

## LISA 19. Tallinna Kaubamajale antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
01.09.04	Hold	1.17	1.1	21.02.07	Neut	-	9.43	08.10.07	Buy	10.5	8.75
04.03.05	Hold	1.67	2.03	28.03.07	Buy	-	7.83	25.09.08	Buy	7.5	5
30.05.05	Hold	2	2.2	21.05.07	Buy	10	8.55	11.10.11	Buy	5	4.88
23.01.06	Hold	3.5	3.5	11.10.07	Acc	10	8.5	01.11.11	Hold	5	4.92
12.04.06	Hold	3.8	3.42	14.11.07	Acc	9	7.85	09.11.11	Hold	5.25	5.25
31.08.07	Acc	10.3	8.97	17.01.08	Acc	8.5	6.9	16.02.12	Hold	6.05	5.6
12.12.08	Buy	4.41	1.6	23.07.08	Sell	-	5.61	17.04.12	Hold	6.38	5.9
24.09.09	Sell	4.69	5.35	02.06.09	Neut	-	2.3	12.02.13	Buy	6.9	5.78
26.10.09	Hold	4.4	4.05	28.08.09	Buy	-	4.44	10.05.13	kinni	-	5.7
26.11.09	Acc	4.4	4.03	26.07.11	Buy	6.1-6.7	5.71				
11.01.10	Buy	4.4	4	6.08.12	Buy	6.45-7.15	5.66				
14.05.10	Hold	5.14	4.9	10.05.13	kinni	-	5.7				
29.11.10	Sell	5.14	6.56								
01.02.11	Red	6.2	6.6								
22.02.12	Buy	6.5	5.6								
12.07.12	Buy	6.7	5.75								
19.04.13	Neut	6	5.58								
10.05.13	kinni	-	5.7								

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 20. Tallinna Vesi-le antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
03.08.05	Hold	10	11.35	20.01.06	Buy	-	13.93	7.02.12	Buy	10.1	7.25
01.11.05	Hold	14	14.45	12.01.07	Neut	-	17.3	5.03.12	Buy	10.1	7.19
22.09.06	Hold	15	14.25	28.03.07	Acc	-	16.2	20.07.12	Buy	10	7.4
07.03.07	Acc	17	15.1	18.12.09	Neut	-	10.05	21.01.13	Hold	10	9.65
19.06.07	Acc	16.5	14.4	08.02.11	Sell	7.5-8.3	8.82	28.01.13	Buy	11	10.3
23.07.07	Acc	16.9	14.7	16.08.11	Neut	7.2-8.0	7.57	3.05.13	Hold	11	10.8
06.11.07	Buy	17.3	14	13.10.11	Neut	6-6.7	6.75	10.05.13	kinni	-	10.8
16.02.09	Buy	14.2	9.2	08.02.12	Buy	7.5-8.3	7.5				
27.07.09	Buy	13.1	8.45	14.05.12	Neut	7.5-8.4	7.99				
02.10.09	Buy	12.7	10.46	7.03.13	Neut	9.8-10.7	10.3				
26.10.09	Buy	12.8	10.49	10.05.13	kinni	-	10.8				
22.11.10	Buy	8.96	7.35								
24.01.11	Hold	9.1	9.1								
06.05.11	Red	7.5	8.3								
22.02.12	Neut	9.8	7.3								
12.07.12	Buy	9.4	7.38								
14.09.12	Buy	9.1	8.55								
25.01.13	Neut	9.8	10.1								
26.04.13	Sell	9.8	11								
10.05.13	kinni	-	10.8								

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

**LISA 21. TEO LT-le antud hinnasihtide ja reitingute muudatused.**

PANK 1				PANK 2				PANK 3			
Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind	Kuupäev	Hinn.	Siht	Hind
23.04.04	Hold	0.65	0.61	03.02.06	Acc	-	0.74	09.10.07	Buy	0.85	0.71
08.09.06	Buy	0.78	0.65	27.07.09	Buy	-	0.37	07.02.08	Buy	0.82	0.65
03.01.07	Hold	0.84	0.81	16.02.10	Neut	-	0.66	08.04.11	Sell	0.65	0.69
22.08.07	Acc	0.77	0.69	04.03.11	Neut	0.61-0.67	0.66	19.04.11	Sell	0.64	0.68
18.06.09	Buy	0.45	0.57	2.04.13	Sell	0.61-0.67	0.79	13.10.11	Sell	0.6	0.6
30.09.09	Hold	0.58	0.55	10.05.13	kinni	-	0.77	16.04.12	Sell	0.62	0.64
10.02.10	Red	0.58	0.66					18.04.12	Sell	0.62	0.65
23.04.10	Hold	0.61	0.66					8.05.12	UR	UR	0.64
22.02.12	Sell	0.75	0.65					10.05.13	kinni	-	0.77
12.07.12	Buy	0.75	0.64								
14.09.12	Neut	0.67	0.66								
19.10.12	Buy	0.75	0.68								
1.02.13	Sell	0.75	0.8								
19.04.13	Sell	0.81	0.81								
10.05.13	kinni	-	0.77								

Allikas: Autori koostatud Nasdaq OMX kodulehe ja analüütikute raportite põhjal.

## SUMMARY

### THE PROFITABILITY OF INVESTMENT STRATEGIES BASED ON ANALYST RECOMMENDATIONS AMONG ESTONIAN INVESTMENT BANKS

Jürgen Kaevats

Forecasting occupies us all for much of our lives. Sometimes it is an idle amusement, sometimes a matter of life and death, sometimes – and this is where the economist takes a hand – it carries rewards and punishments in the form of profits and losses.

As long as investing has existed, there has always been people, who have been treated as specialists. When one needs help, these are the people, whom one should listen. Nowadays these people are known as stock analysts, who work at the investment banks. Over time more and more analysts have come to the horizon and information is spreading in an ever-growing pace. As a result investors have too much information to assess it objectively and analyst forecasts are often taken for its face value. But before blindly following the advice given by analysts, one should try to better understand the effectiveness and usefulness of these recommendations as well as the possible complications that might arise due to the inherent problems in the investment banking industry.

The objective of this work is to evaluate the success of the investment banks in analyzing stocks in Tallinn Stock Exchange. For achieving this objective the following tasks must be performed:

- work through the main papers on efficient market hypotheses;
- address the problems concerning forecasting and possible conflicts of interest in the investment banking industry;

- present the findings from the earlier works on the same topics abroad;
- introduce the investment banks that have been included in the empirical analysis and define and explain all the strategies used;
- conduct an empirical analysis and evaluate different investment approaches based on analyst recommendations.

As a result of performing the aforementioned tasks, the author of this work has found multiple implications that should be helpful for the investors operating on the Baltic stock exchanges. In case of the strategies that follow stock ratings in a traditional way, the difference between investment banks played a huge role. Namely, some banks are able to beat the market averages with a huge margin, while others are underdogs compared with a simple "buy and hold" approach. Therefore one can see that it is possible to beat the markets with the information provided by the analysts, but investors have to first determine, which analysts deliver better results as there is a huge difference between an analyst and an analyst. Strategywise it is always better to prefer more conservative trading approaches, where any negative signal is regarded as a reason to exit from a position. Conservative strategy captures the inherent positive biasness of analyst recommendations and helps to protect investment capital during difficult times.

Analysis on target prices confirmed the results found abroad. Larger target prices lead to bigger positive price movements after the disclosure of the new target, while smaller targets help to forecast below average stock returns. The positive effect becomes significant with price targets that are more than 40% above the current market price and especially notable with targets bigger than 100%. While the price targets matter, the investment strategies based on the change of the target failed to bring consistently better results compared with classic strategies based on ratings.

Finally, the analysis on the effectiveness of consensus recommendation was in line with previous findings. Empirical analysis based on Baltic investment banks confirmed that the strategy based on consensus forecast is able to beat the market averages ("buy and hold" approach) and provide investors with excess returns. The main strength of the consensus recommendation is that it enables to even out most of the mistakes that analysts might make. On average the investment banks in Estonia are working in a very

professional manner and if most of the analysts agree on a recommendation, it usually provides good returns.



## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Jürgen Kaevats (20.04.1990)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose

"Analüütikute soovitusi järgivate investeerimisstrateegiate kasumlikkus Eestis tegutsevate analüütikute näitel"

mille juhendaja on dotsent Priit Sander.

1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, **28.05.2013**